



Statens insatser för  
riskkapitalförsörjning

– i senaste laget

RIR 2014:1



Riksrevisionen är en myndighet under riksdagen med uppgift att granska den verksamhet som bedrivs av staten. Vårt uppdrag är att genom oberoende revision skapa demokratisk insyn, medverka till god resursanvändning och effektiv förvaltning i staten.

Riksrevisionen bedriver både årlig revision och effektivitetsrevision. Denna rapport har tagits fram inom effektivitetsrevisionen, vars uppgift är att granska hur effektiv den statliga verksamheten är. Effektivitetsgranskningar rapporteras sedan 1 januari 2011 direkt till riksdagen.

RIKSREVISIONEN

---

ISBN 978 91 7086 333 2

RIR 2014:1

FOTO: MASKOT / FOLIO BILDBYRÅ

FORM: ÅKESSON & CURRY

TRYCK: RIKSDAGENS INTERNTRYCKERI, STOCKHOLM 2014

RiR 2014:1

# Statens insatser för riskkapitalförsörjning – i senaste laget





TILL RIKSDAGEN

DATUM: 2014-01-29

DNR: 31-2013-0291

RIR 2014:1

*Härmed överlämnas enligt 9 § lagen (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m följande granskningsrapport över effektivitetsrevision:*

## Statens insatser för riskkapitalförsörjning

Riksrevisionen har granskat statens insatser för riskkapitalförsörjning. Resultatet av granskningen redovisas i denna granskningsrapport.

Företrädare för Regeringskansliet har fått tillfälle att faktagranska och i övrigt lämna synpunkter på utkast till slutrapport.

Rapporten innehåller slutsatser och rekommendationer som avser regeringen.

Riksrevisor *Claes Norgren* har beslutat i detta ärende. Revisionsdirektör *Bengt Lewin* har varit föredragande. Revisionsdirektörerna *Jörgen Appelgren* och *Lena Unemo* har medverkat vid den slutliga handläggningen.

Claes Norgren

Bengt Lewin

*För kännedom:*

Regeringen, Näringsdepartementet, Finansdepartementet,

Almi Företagspartner AB, Fouriertransform AB, Industrifonden,  
Inlandsinnovation AB, Norrlandsfonden, Sjätte AP-fonden

---



# Innehåll

Sammanfattning	9	
1	Introduktion	13
1.1	Motiv	13
1.2	Syfte	13
1.3	Avgränsningar	14
1.4	Utgångspunkter	14
1.5	Genomförande	15
2	Vad är riskkapital och varför behövs det?	17
2.1	Definitioner	17
2.2	Statligt riskkapital	18
2.3	Efterfrågan på kapital	20
2.4	Utbud av privat och offentligt kapital	22
2.5	Sammanfattande iakttagelser	26
3	Det statliga systemet för riskkapitalförsörjning	29
3.1	Almi Företagspartner AB	31
3.2	Fouriertransform AB	33
3.3	Inlandsinnovation AB	35
3.4	Sjätte AP-fonden	37
3.5	Stiftelsen Industrifonden	38
3.6	Stiftelsen Norrlandsfonden	40
3.7	Universitetens holdingbolag och investeringsfonder	41
3.8	Sammanfattande iakttagelser	41
4	Uppfyller de statliga insatserna målen?	43
4.1	Regeringens övergripande riktlinjer – en inneboende mållkonflikt	43
4.2	Finns det indikationer på undanträngning av privat riskkapital?	51
4.3	Systemet kan bli effektivare	52
4.4	Sammanfattande iakttagelser	58
5	Slutsatser och rekommendationer	61
5.1	Ett medel – flera mål	61
5.2	Samarbetskrav svårt att förena med statens marknadskompletterande roll	61
5.3	Indikationer på att statligt kapital tränger ut privat	63
5.4	Effektivisering av de statliga insatserna	63
5.5	Rekommendationer	65

*forts.*

---

Källförteckning	67
Intervjuade personer	69
Bilaga 1. Ordlista	71
Tidigare utgivna rapporter från Riksrevisionen	73





# Sammanfattning

Riksrevisionen har granskat om de statliga insatserna för riskkapitalförsörjning lever upp till de målsättningar på området som regeringen uttryckt i propositioner och andra skrivelser till riksdagen.

## Granskningens bakgrund

*Motiv:* Flera statliga bolag och stiftelser har i uppdrag att förbättra tillgången på kapital för privata företag. Totalt finns cirka 10 miljarder kronor i statliga medel avsett för investeringar i ägarkapital, varav hälften har tillkommit under de senaste fem åren. Siffrorna inkluderar inte de investeringar på riskkapitalmarknaden som görs av Sjätte AP-fonden.

Systemet med olika statliga aktörer har vuxit fram under lång tid och har kritiserats för bristande transparens och överlappande verksamheter. En viktig utgångspunkt för statlig riskkapitalförsörjning är att de statliga insatserna ska vara marknadskompletterande och inte tränga undan privata tjänster och utförare. Samtidigt har flera statliga aktörer marknadsmässiga avkastningskrav, antingen direkt eller indirekt genom krav på samfinansiering på lika villkor med privata aktörer. Denna potentiella målkonflikt med statens marknadskompletterande roll har gjort att Riksrevisionen ansett det motiverat att genomföra en granskning. Ett annat motiv för granskningen har varit att det kan ifrågasättas om det är effektivt att flera statliga aktörer erbjuder liknande tjänster.

*Syfte:* Syftet med granskningen är att undersöka om den statliga riskkapitalförsörjningen är utformad på ett sätt som lever upp till de målsättningar på området som regeringen uttryckt i propositioner och andra skrivelser till riksdagen. Granskningsobjektet är regeringen.

*Genomförande:* Granskningen har skett utifrån iakttagelser av hur de statliga kapitalförsörjningsinsatserna fungerar i praktiken. Arbetet har innefattat intervjuer med nyckelpersoner hos berörda statliga riskkapitalaktörer och med företrädare för näringslivet samt dokumentstudier av propositioner, ägardirektiv, årsredovisningar m.m.

De statliga aktörernas mål, avkastningskrav och verksamhet har ställts mot regeringens och riksdagens övergripande utgångspunkter för statlig företagsfinansiering.

## Granskningens resultat



Riksrevisionens övergripande slutsats är att det system för statlig riskkapitalförsörjning som utvecklats under årens lopp är svåröverskådligt och inte når de övergripande målsättningar på området som regeringen gett uttryck för. Utgångspunkten för statliga insatser för att främja företagsutveckling är att staten vill kompensera för brister i marknadens funktionssätt som kan hämma näringslivets utvecklingsmöjligheter och därmed konkurrenskraften. När det gäller tillskott av ägarkapital ska statens marknadskompletterande roll främst bestå i att öka utbudet av riskkapital i tidiga investeringsfaser där privata aktörer inte medverkar i tillräcklig utsträckning. Regeringens faktiska styrning av de statliga riskkapitalaktörerna tycks emellertid inte i första hand vara inriktad på att kapitalet ska nå detta segment. Istället har regeringen lagt stor vikt vid att kapitalet ska allokeras till vissa geografiska områden och sektorer. Sammantaget svarar bransch- eller sektorbegränsade aktörer som Inlandsinnovation, Fouriertransform och Almi Invest för uppemot 60 procent av totalt cirka 10 miljarder kronor av det statliga riskkapitalutbudet.

Granskningen är avgränsad till riskkapitalverksamhet som sker med statliga medel, men bör ses i det bredare sammanhang av politiska verktyg som staten kan använda för att öka tillgången på finansiering för nya och växande företag, såsom skattelättnader, bidrag, lån och garantier. Breda åtgärder som syftar till att skapa stabilare ramvillkor för näringslivet eller förbättrat humankapital för att öka efterfrågan på kapital ingår också i verktygslådan.

### *De statliga riskkapitalaktörernas avkastningskrav är inte förenliga med statens marknadskompletterande roll*

Riksrevisionen konstaterar att det finns en inneboende målkonflikt i regeringens riktlinjer för företagsfinansiering. Regeringen uttrycker i prop. 2009/10:148 att avkastningskravet på statliga marknadskompletterande finansieringsaktörer ska sättas på en låg nivå. Samtidigt ska man när det gäller ägarkapital verka på lika villkor med privata aktörer, vilket i praktiken innebär marknadsmässiga avkastningsmål för enskilda investeringar. Enligt regeringen leder riskdelning på lika villkor med privata aktörer till att det samlade finansieringsutbudet i större utsträckning kan orienteras mot tidiga eller känsliga investeringsfaser. Riksrevisionen noterar emellertid att en relativt stor del av det offentliga riskkapitalet investeras i de delar av riskkapitalmarknaden där de privata aktörerna är mest verksamma och i företag som kommit en bra bit i sin utveckling. Uppgifter om nyinvesteringar som Riksrevisionen inhämtat från de största statliga aktörerna visar att företag i startup-fasen erhöll 27 procent av det statliga riskkapitalet under den undersökta perioden (exklusive Sjötte AP-fonden). Företag i såddfasen erhöll endast 0,2 procent. Över 40 procent av det statliga kapitalet investerades i företag i expansionsfas och i mogna företag.

Olika statliga insatser som syftar till att komplettera det utbud som den privata marknaden inte tillfredsställer kan principiellt sett delas in i två olika kategorier. Den ena omfattar statliga direktinvesteringar i mycket tidiga företagsskeden, där staten måste vara beredd på att kapitalet kan urholkas över tid. Den andra kategorin utgörs av olika sätt att istället stimulera det privata kapitalet att orientera sig mot tidigare skeden. Detta kan antingen ske genom saminvesteringar med privata aktörer, genom indirekta statliga investeringar via privata fonder eller genom subventioner i form av avdrag eller garantier för privata investerare. Om staten vill stimulera investeringar i tidigare skeden genom att saminvestera eller investera i privata fonder, kan detta enligt Riksrevisionen inte ske på samma villkor som för privata aktörer. Istället bör statens villkor anpassas till förmån för de privata investerarna för att dessa ska vara villiga att utsätta sig för högre risk. I teorin ska statens subvention till privata investerare vägas upp av den samhällsekonomiska vinst som staten förväntar sig av affären. Detta behöver reflekteras i de statliga aktörernas uppdrag och målsättning.

### *Indikationer på att statliga insatser tränger undan privat kapital*

Det går inte att på empiriska grunder avgöra i vilken utsträckning statligt riskkapital tränger ut privat riskkapital men det finns indikationer på att så har skett.

Riksrevisionen konstaterar att över 40 procent av det statliga kapitalet (exklusive Sjätte AP-fonden) investeras i företag i expansionsfas och i mogna företag. Risken för undanträngning ökar ju mer de statliga aktörerna agerar på samma arena som de privata. Det faktum att vissa statliga styrelser velat undvika förluster i enskilda investeringar talar också för att det statliga kapitalet till viss del tränger ut privat kapital. Vi anser dock inte att vi har underlag för att ha en åsikt om storleksordningen på undanträngningseffekterna.

### *De statliga kapitalförsörjningsinsatserna kan effektiviseras*

Av granskningen framgår att det förekommer flera fall av överlappande verksamheter i de statliga insatserna för riskkapitalförsörjning. De statliga riskkapitalinsatserna har tillkommit utifrån olika utgångspunkter vid olika tillfällen, vilket har resulterat i dagens svåröverskådliga system.

Riksrevisionen har också noterat att systemet med flera olika statliga aktörer som fått stora initiala kapitaltillskott av staten innebär att den samlade likviditeten i systemet är mycket stor. Sammanlagt har de olika enheterna som primärt ska syssla med riskkapitalinvesteringar i onoterade bolag cirka 6,5 miljarder kronor allokera till kortfristiga kapitalplaceringar som likviditetsreserv för den ordinarie verksamheten. Om vi i ett räkneexempel antar att de statliga aktörerna sammanlagt har ett likviditetsbehov på 5 miljarder kronor (50% av totalt avsatt kapital för riskkapitalinvesteringar) blir den årliga upplåningskostnaden för denna reserv cirka 150 miljoner kronor. Det skulle enligt Riksrevisionens bedömning vara mer kostnadseffektivt och innebära en effektivare hushållning med statens medel att låna

upp och tillföra eventuella nya kapitaltillskott i takt med att kapitalbehovet uppstår, dvs när de statliga aktörerna genomför sina investeringar. Rent budgettekniskt är detta inte genomförbart idag eftersom varje nytt investeringsbeslut skulle påverka statens lånebehov. En nyordning förutsätter därför regelförändringar.

Slutligen konstaterar Riksrevisionen att administrationskostnaderna varierar en hel del mellan de olika statliga aktörerna. Eftersom aktörerna delvis har olika inriktning och befinner sig i olika skeden, är det svårt att dra några generella slutsatser om kostnadernas storlek. För att kunna avgöra vad som är en rimlig kostnadsnivå behövs en individuell bedömning av verksamheten hos respektive aktör. Endast Industrifonden och det ägarkapital som Sverige investerar inom ramen för EU:s strukturfondsprogram har idag kostnadseffektivitetsmål. Riksrevisionen anser att samtliga statliga riskkapitalaktörer bör ha specifika mål för förvaltningskostnadernas storlek utifrån den verksamhet som bedrivs.

## Riksrevisionens rekommendationer

- Regeringen rekommenderas att ompröva systemet med statligt riskkapital och bli tydligare med vad systemet ska åstadkomma och formerna för detta. I detta sammanhang bör regeringen:
  - Överväga antalet statliga riskkapitalaktörer och tydliggöra de olika aktörernas inbördes roller så att riksdagens intentioner uppfylls för å ena sidan allmän företagsfinansiering och å andra sidan regional- och sektorpolitik.
  - Anpassa de statliga riskkapitalaktörernas villkor i saminvesteringar eller investeringar i privata fonder, så att de privata aktörerna får incitament att orientera sig mot tidigare företagsskeden.
- För att säkra en kostnadseffektiv verksamhet bör regeringen, direkt eller indirekt via styrelserna, införa specifika mål för förvaltningskostnadernas storlek för de olika statliga riskkapitalaktörerna.
- Om regeringen önskar utfästa nytt kapital till befintliga eller kommande fonder bör detta lösas så att kapitalet tillförs i takt med att investeringsbehovet uppstår.

# 1 Introduktion

Flera statliga bolag och stiftelser har i uppdrag att förbättra tillgången på kapital för privata företag. Systemet med olika statliga aktörer har vuxit fram under lång tid och har kritiserats för bristande transparens och överlappande verksamheter. I betänkandet *Innovationer och företagande – Sveriges framtid* (SOU 2008:121) föreslogs åtgärder för att effektivisera statens insatser på kapitalförsörjningsområdet. Sedan dess har de statliga bolagen Innovationsbron AB och Almi Företagspartner AB slagits ihop i syfte att koncentrera statens insatser till skeden och segment där det finns ett tydligt behov av marknadskompletterande finansiering. Samtidigt har nya aktörer tillkommit i form av de statliga bolagen Inlandsinnovation AB och Fouriertransform AB. Framöver planerar regeringen att möjliggöra inrättandet av ytterligare två riskkapitalfonder, till hälften finansierade med medel från EU:s regionalfond.

## 1.1 Motiv

En viktig utgångspunkt för statlig riskkapitalförsörjning är att de statliga insatserna ska vara marknadskompletterande och inte tränga undan privata tjänster och utförare. Samtidigt har flera statliga aktörer marknadsmässiga avkastningskrav, antingen direkt eller indirekt genom krav på samfinansiering på lika villkor med privata aktörer. Denna potentiella målkonflikt med statens marknadskompletterande roll har gjort att Riksrevisionen ansett det motiverat att genomföra en granskning av statlig riskkapitalförsörjning. Om staten ställer samma avkastningskrav som marknaden, så finns det en risk att det marknadsmisslyckande som utgör en grund för statens insatser inte korrigeras. Om staten å andra sidan ställer lägre avkastningskrav än marknaden, riskerar detta att tränga undan privata investerare och snedvrider konkurrensen. Ett annat motiv för granskningen har varit att det kan ifrågasättas om det är effektivt att flera statliga aktörer erbjuder liknande tjänster.

## 1.2 Syfte

Syftet med granskningen är att undersöka om den statliga riskkapitalförsörjningen är utformad på ett sätt som lever upp till de målsättningar på området som regeringen uttryckt i propositioner och andra skrivelser till riksdagen.

Granskningen ska besvara följande revisionsfrågor:

1. Är de statliga riskkapitalaktörernas avkastningskrav förenliga med statens marknadskompletterande roll?
2. Finns det indikationer på att statliga insatser tränger undan privat kapital?
3. Finns det förutsättningar för en bättre hushållning med medlen för statliga kapitalförsörjningsinsatser och för effektivisering av insatserna?

### 1.3 Avgränsningar

Granskningen avser riskkapitalverksamhet som sker med statliga medel. Sådan verksamhet bedrivs av Fouriertransform AB, Industrifonden, Inlandsinnovation AB, Norrlandsfonden genom delägda regionala bolag, Sjätte AP-fonden, Universitetens holdingbolag samt Almi Företagspartner AB genom dotterbolagen Almi Innovationsbron och Almi Invest. Andra statliga insatser för att stödja entreprenörer och småföretag, såsom rådgivning, bidrag, lånefinansiering och andra finansieringsformer omfattas inte av granskningen. Granskningsobjektet är regeringen.

### 1.4 Utgångspunkter

Granskningen utgår från de motiv och ambitioner för de statliga insatserna på området som regeringen gett uttryck för. Utgångspunkten för statliga insatser för att främja företagsutveckling är att staten vill kompensera för brister i marknadens funktionssätt som kan hämma näringslivets utvecklingsmöjligheter och därmed konkurrenskraften. Regeringens mål för näringspolitiken i stort är att stärka den svenska konkurrenskraften och att skapa förutsättningar för fler jobb i fler och växande företag. I regeringens proposition *Företagsutveckling – statliga insatser för finansiering och rådgivning* (prop. 2009/10:148) skriver regeringen att statens insatser för företagsfrämjande bör riktas till verksamhet före företagsstart, till företags utvecklingsfaser och vid kommersialiseringen av innovationer. I propositionen anges ett antal utgångspunkter för statens insatser som riksdagen ställt sig bakom (bet. 2009/10:NU25, rskr. 2009/10:361), vilka bygger på antagandet om att marknadsmisslyckanden har resulterat i ett finansieringsgap för tillväxtföretag i tidiga utvecklingsskeden.

Regeringens utgångspunkter är bland annat att statens roll ska vara tydlig och väl motiverad och att de statliga insatser som genomförs ska vara marknadskompletterande. Undanträngningseffekter ska minimeras och de statliga insatserna ska i största möjliga mån bedrivas med medverkan av privata aktörer. När det gäller tillskott av ägarkapital ska statens

marknadskompletterande roll främst bestå i att öka utbudet av riskkapital i tidiga investeringsfaser där privata aktörer inte medverkar i tillräcklig utsträckning. Enligt regeringen leder riskdelning på lika villkor med privata aktörer till att det samlade finansieringsutbudet i större utsträckning kan orienteras mot tidiga eller känsliga investeringsfaser.

En ytterligare utgångspunkt för granskningen är den bärande principen inom näringspolitiken att likvärdiga villkor ska gälla för alla aktörer på marknaden. I det fall offentliga aktörer agerar på konkurrensmarknader får detta inte ske på ett sådant sätt att det privata företagandet hämmas otillbörligt (Bet. 2004/05:NU16, *Transparensdirektivet och vissa övriga konkurrenspolitiska frågor*, rskr. 2004/05:297). Vägledande för granskningen är även kravet på hög effektivitet och god hushållning i statens verksamhet enligt 1 kap. 3§ budgetlagen (2011:203).

## 1.5 Genomförande

Riksrevisionen har granskat hur de statliga kapitalförsörjningsinsatserna fungerar i praktiken. Vi har intervjuat nyckelpersoner hos berörda statliga riskkapitalaktörer och företrädare för näringslivet. Vidare har vi studerat propositioner och ägardirektiv samt analyserat årsredovisningar, tillgänglig statistik och inhämtade uppgifter om nyinvesteringar från de största statliga aktörerna.

De statliga aktörernas mål, avkastningskrav och verksamheter har ställts mot regeringens och riksdagens övergripande utgångspunkter för statlig företagsfinansiering.





## 2 Vad är riskkapital och varför behövs det?

### 2.1 Definitioner

Företagsfinansiering sker antingen med lånat eller eget kapital eller i olika kombinationer av båda. Investeringar i eget kapital kallas riskkapital, eller ägarkapital, och sker antingen i börsnoterade företag (public equity) eller onoterade företag (private equity). När man i dagligt tal pratar om riskkapital menas i praktiken endast investeringar i onoterade bolag. För enkelhets skull använder vi i rapporten genomgående begreppen riskkapital eller ägarkapital i denna betydelse.

Ytterligare en distinktion som är viktig att göra inledningsvis är den mellan investeringar i venture capital (VC) och buyout. VC-investeringar är i normalfallet minoritetsinvesteringar som sker i tidiga skeden av ett onoterat bolags utveckling. Buyout avser oftast majoritetsinvesteringar i huvudsakligen mogna bolag. Investeringar i VC och buyout skiljer sig åt på flera sätt eftersom behoven hos företag i start- eller tillväxtfaser respektive mogna företag är olika. En generell skillnad är att VC-aktörer gör fler och mindre investeringar medan buyout-aktörer gör färre men större investeringar. Gemensamt för investeringar i VC och buyout är att de är tidsbegränsade och i normalfallet kommer med ett aktivt ägarengagemang, vilket ska bidra med kunskande och nätverk. Fler förklaringar av olika företagsfaser och andra begrepp som används i rapporten återfinns i bilaga 1.<sup>1</sup>

För institutionella investerare, t.ex. pensionsfonder och försäkringsbolag, innebär investeringar i onoterade bolag möjligheter till riskspridning och avkastning. Den kompetens som krävs för att finna, analysera, värdera och avyttra onoterade bolag skiljer sig emellertid från den som vanligtvis finns hos institutionernas traditionella förvaltare som agerar på de noterade marknaderna. Därför görs investeringar i onoterade bolag vanligen genom specialiserade aktörer – de så kallade riskkapitalbolagen och deras fonder.

En vanlig ordning är att en så kallad sponsor (ett delägarägt bolag, ofta ett rådgivningsbolag med kunskap om en specifik marknad) startar en eller flera fonder och tillsätter ett förvaltarbolag (general partner) som saminvesterar och delar risk med externa investerare (limited partners) vilka bidrar med merparten

<sup>1</sup> Det bör redan här nämnas att gränserna mellan de olika företags- och investeringsfaser som behandlas i rapporten är oprecisa.

av kapitalet i fonderna. Branschstandard för en nystartad fond inom VC och buyout är att fonden avslutas efter tio år med möjlighet till förlängning i ytterligare ett eller två år. Tidsbegränsningen är en konsekvens av hur investeringsavtalen (i dagligt tal ”riskkapitalfonderna”) mellan de olika parterna är utformade.

En stor del av det kapital som förvaltas av svenska VC- och buyout-fonder, eller där svenska rådgivningskontor deltar, kommer från utlandet. Det finns också utländska fonder som genom lokala rådgivningsbolag är verksamma i Sverige eller som investerar i svenska bolag från utlandet. Vid sidan av de privata VC-aktörer som opererar på den svenska marknaden finns också så kallade affärsänglar, det vill säga privatpersoner som gör VC-investeringar med egna medel.

## 2.2 Statligt riskkapital

### 2.2.1 Kort historik

Statlig finansiering med ägarkapital har förekommit i olika skepnader sedan 1970-talet. På nationell nivå fanns SVETAB (Svenska industrietableringsaktiebolaget) och Företagskapital AB. Även Sveriges investeringsbank, grundad 1967, hade möjlighet att gå in med kapitaltillskott till privata företag. År 1979 bildades stiftelsen Industrifonden, som idag är en av de ledande aktörerna med statligt ägarkapital. Under 1970- och 80-talen medverkade staten till att etablera cirka trettio regionala investmentbolag och var delägare i många av dessa. År 1992 beslutade staten att tillföra den svenska riskkapitalmarknaden 6,5 miljarder kronor genom att medel från löntagarfonderna överfördes till holdingbolagen Atle AB och Investment AB Bure. Efter börsintroducering fördes statens kvarvarande andel i bolagen över som kapitaltillskott till Industrifonden som under de följande åren successivt avyttrade innehaven.

Ett annat 1990-talsinitiativ var Teknikbrostiftelserna som sedermera konsoliderades i Innovationsbron AB, vilket numera är en del av Almi Företagspartner AB. År 1996 startades Sjätte AP-fonden med uppdrag att investera i onoterade bolag. Till skillnad från övriga statliga aktörer, som nästan uteslutande har investerat direkt i olika företag, har Sjätte AP-fonden även gjort betydande indirekta investeringar via andra riskkapitalfonder. En kartläggning av de nuvarande statliga riskkapitalaktörerna görs i kapitel 3.

### 2.2.2 Motiv bakom statliga interventioner

De tidiga statliga institutionerna som investerade i ägarkapital ska ses mot bakgrund av dåtidens industripolitik, som syftade till att upprätthålla lönsamheten i industrin och minska de samhällsekonomiska omställningskostnaderna vid strukturförändringar. Statliga kapitaltillskott

var en del av de industripolitiska insatserna för kapitalförsörjning, som skulle lindra företagens svårigheter att få krediter samt styra krediter till från samhällets synpunkt önskvärda ändamål.<sup>2</sup>

Motiven för statliga initiativ av mer modernt datum bygger på antagandet om att marknadsmisslyckanden har resulterat i ett finansieringsgap för tillväxtföretag i tidiga utvecklingskedan. Antagandet om marknadsmisslyckande bygger i sin tur på nationalekonomisk tillväxtteori, teorier om klusterbildningar, agentteori och teorier om asymmetrisk information.<sup>3</sup> Senast i budgetpropositionen för 2014 motiverar regeringen nya statliga initiativ med sådana argument:

*”Tidiga skeden präglas av hög risk, värderings- och informationsproblem samt långa ledtider till finansiell bärighet vilket gör att marknaden sällan kan eller vågar satsa kapital på egen hand. Detta marknadsmisslyckande motiverar avgränsade statligt finansierade marknadskompletterande insatser för företag i tidiga skeden”.<sup>4</sup>*

Ytterligare ett skäl för statlig intervention är att investeringar i innovativa företag antas komma fler till del än bara det företag eller den individ som gör satsningen. Eftersom samhällsnyttan därmed är större än avkastningen för den som gör investeringen finns det motiv för statliga insatser på området.

Som framgick av avsnitt 1.4 anser regeringen att de statliga insatserna i största möjliga mån ska bedrivas med medverkan av privata aktörer. Genom riskdelning på lika villkor med privata aktörer vill regeringen att det samlade finansieringsutbudet i större utsträckning ska orienteras mot tidiga investeringsfaser. Medverkan av privata investerare antas samtidigt vara en signal om att enskilda investeringar sker på marknadsmässiga villkor.

### 2.2.3 Nyligen genomförda förändringar

I budgetpropositionen för 2012 aviserade regeringen en reform av det statliga riskkapitalsystemet mot bakgrund av att tidigare utredningar pekat på förekomsten av överlappningar i befintliga aktörers uppdrag och verksamhet, geografiska och branschmässiga inlåsningar samt bristande kostnadseffektivitet och styrning.<sup>5</sup> Bland det som aviserades märktes närmare samarbeten mellan Almi och Innovationsbron för investeringar i tidiga faser respektive mellan Industrifonden och Fouriertransform för investeringar i senare faser. En annan aviserad åtgärd var förbättrad styrning genom ökad användning av enhetliga

<sup>2</sup> SOU 1981:72 *Den svenska industripolitiken under 1970-talet*.

<sup>3</sup> Se Tillväxtanalys (2012) för en teoriöversikt.

<sup>4</sup> Prop. 2013/14:1 Utgiftsområde 24, s. 68.

<sup>5</sup> De utredningar regeringen refererade till var McKinsey & Co (2011) *Översyn av statliga riskkapitalaktörer*, N2011/2462/ENT, SOU 2008:121 samt *Vissa analyser avseende Almi Företagspartner AB och Innovationsbron AB* (2009).

och uppföljningsbara mål, t.ex. vad gäller samhällsnytta, finansiell avkastning och kapitalutnyttjande i syfte att skapa förutsättningar för systematisk utvärdering av de statliga aktörernas verksamhet och systemets effektivitet.

Sedan dess har följande konkreta åtgärder genomförts:

- Sammanslagning av Almi Företagspartner AB och Innovationsbron AB i januari 2013 (prop. 2011/12:99).
- Utvidgat geografiskt investeringsmandat för Inlandsinnovation (prop. 2012/13:99) från stödområde A till att omfatta hela Norrland samt Värmland och Dalarna.
- Utvidgat investeringsmandat för Fouriertransform AB från investeringar i fordonsindustrin till att omfatta hela tillverkningsindustrin och närliggande tjänstenärningar (prop. 2012/13:99).
- Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser, Tillväxtanalys, fick redan 2009 i uppdrag av regeringen att göra en utvärdering av ägarkapital inom ramen för EU:s strukturfondsprogram för konkurrenskraft och sysselsättning. Två delrapporter har lämnats och en slutrapport är planerad till 2015. År 2013 fick Tillväxtanalys i uppdrag att producera statistik över riskkapitalinvesteringar i Sverige. En rapport publicerades i november 2013. Utöver dessa formella uppdrag har Tillväxtanalys initierat ett projekt i syfte att kartlägga, analysera och utvärdera de statliga kapitalförsörjningsinsatserna. Tre delstudier är planerade att publiceras under 2014 och 2015. Av en nyligen beslutad ändring i Tillväxtanalys instruktion framgår att myndigheten ska genomföra regelbundet återkommande utvärderingar av statens insatser för att möta företags behov av marknadskompletterande finansiering.

I budgetpropositionen för 2014 föreslog regeringen att med medel från EU:s regionalfond möjliggöra inrättandet av två nya riskkapitalfonder: en s.k. fond-i-fond med syfte att investera i nya och befintliga privata riskkapitalfonder samt en grön investeringsfond med inriktning på energi- och miljöteknik. De båda fonderna är en del av ett nytt nationellt strukturfondsprogram som är föremål för förhandling inför programperioden 2014–2020.

### 2.3 Efterfrågan på kapital

Det finns en omfattande diskussion om behovet av statliga insatser för att fylla det finansiella gapet, dvs skillnaden mellan företags behov av finansiering och den privata sektorns utbud av finansiering. Enkätundersökningar visar dock att tillgång på finansiering inte utgör ett problem för de flesta företag. För företag utan anställda kom tillgången på lån och krediter på sjätte plats av tio

alternativ över de faktorer som utgjorde ett stort hinder för expansion.<sup>6</sup> Tillgång på ägarkapital kom på åttonde plats, i bägge fallen var det cirka 9 procent av företagen som angett dessa faktorer. Företag med 1–9 anställda placerade dessa faktorer på plats sex respektive sju av de tio alternativen. Det mest besvärande hindret för företagens utveckling och tillväxt var för dessa riktigt små företag brist på egen tid. Därefter följde lagar och myndigheter, konkurrens från andra företag samt tillgång till lämplig arbetskraft.

Riskkapital står för en mycket begränsad del av finansieringen av nystartade företag, endast 0,7 procent<sup>7</sup>. Den vanligaste finansieringsformen är företagets egen vinst följt av banklån. Av åtta olika tänkbara finansieringskällor var riskkapital den minst intressanta enligt en enkät som Svenskt Näringsliv utfört. Företagarna anger att oberoende och kontroll är ett viktigt skäl till att de är företagare. Detta understryks av att en fjärdedel anger att de inte skulle sälja en kontrollpost, eller hela företaget, även om de skulle erbjudas ett pris som ligger 70–100 procent över det uppskattade marknadsvärdet.<sup>8</sup>

Svenskt Näringsliv har gjort en genomgång av alla enkätstudier som avser frågan huruvida kapitalförsörjningen utgör ett tillväxthinder för svenska företag. Deras slutsats är att "efterfrågan på externt kapital är låg, att företagarna i hög utsträckning föredrar att finansiera investeringar och expansion med egna vinster och att företagen hyser starka preferenser för kontroll av det egna företaget".<sup>9</sup>

Trots att efterfrågan på riskkapital generellt sett är låg, kan bristen på kapital utgöra ett avgörande hinder för expansion för enskilda företag. Företag som vill växa snabbare än deras egna vinster medger eller som inte har några vinster alls är ofta beroende av externt kapital för att fullgöra sina ambitioner. Enligt Svenska riskkapitalföreningen anger sju av tio VC-ägda bolag att de inte skulle funnits till utan sina ägare.<sup>10</sup> Personer verksamma inom den privata VC-sektorn menar att det är speciellt svårt att finansiera expansion när företag behöver kapitaltillskott på 5–40 miljoner kronor.<sup>11</sup> Det finns enligt dessa mer tillgängligt kapital för att starta ett företag än för att expandera det. Om företaget däremot befinner sig i en fas där expansionen blir mer internationell och kapitalbehovet

<sup>6</sup> Tillväxtverket (2011).

<sup>7</sup> E-post från Anna Söderblom, Handelshögskolan i Stockholm.

<sup>8</sup> Svenskt näringsliv (2013).

<sup>9</sup> Ibid.

<sup>10</sup> <http://svca.se/sv/Om-riskkapital/Om-riskkapital/Riskkapital-i-siffror/>

<sup>11</sup> Några av de intervjuade talar om "dödens dal" som ett begrepp för svårigheten att få kapitaltillskott i vissa skeden. Det existerar dock olika bedömningar om exakt var "dödens dal" ligger. Några hävdar att det handlar om kapitaltillskott på 4–20 miljoner kronor medan andra förlägger "dödens dal" till när kapitalbehovet uppgår till 20–40 miljoner kronor.

ökar ytterligare träder andra privata aktörer in och det segmentet av marknaden bedöms fungera relativt väl, enligt de personer som vi har intervjuat.

Det har hävdats att tillväxten inte hämmas av brist på externt kapital utan i första hand på entreprenörens brist på efterfrågan.<sup>12</sup> Entreprenörens ovilja att mista kontroll över sitt företag medför att externt kapital inte efterfrågas utom som sista utväg. Den upplevda bristen på kapital är istället ett uttryck för att internt genererade vinster och entreprenörens eget sparande/förmögenhet inte är tillräckliga, vilket hämmar företagets tillväxt. Det innebär att det samtidigt kan finnas upplevd brist på kapital och ett överskott på (externt) kapital.

## 2.4 Utbud av privat och offentligt kapital

Tillgången på kapital varierar över tiden. Vid slutet av 1990-talet skapades många VC-bolag och tillgången på riskkapital var enligt respondenterna i våra intervjuer god, kanske till och med för god. En del inte helt genomtänkta projekt fick finansiering. Totalt fanns det enligt en uppskattning omkring 200 VC-bolag vid sekelskiftet.<sup>13</sup>

Dålig avkastning under det senaste decenniet har dock medfört att många privata aktörer har stängt ned verksamheten. Dokumentationen över antalet fonder är inte entydig. Enligt en analys fanns det 149 VC-fonder i Sverige 2002 medan det 2011 bara fanns 52 aktiva fonder.<sup>14</sup> Enligt statistik från European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) minskade antalet VC-fonder i Sverige från 39 stycken år 2007 till 6 stycken år 2012.

Andra aktörer har bytt fokus. Sjätte AP-fonden fokuserar sedan 2011 på mogna bolag, ett segment där deras historiska avkastning varit god, medan investeringar i tidiga skeden givit negativ avkastning varför företag i det segmentet bara i undantagsfall blir aktuella för nyinvesteringar. Life Science attraherade mycket riskvilligt kapital för drygt tio år sedan medan intresset idag är betydligt svagare.

Utbudet av riskkapital är ojämnt fördelat mellan olika segment, se figur 1. En stor del av riskkapitalet går till mogna företag inom det så kallade buyout-segmentet.<sup>15</sup> Under senare tid har omkring 75 procent av utbudet av riskkapital i Sverige gått till detta segment. Företag i tidig tillväxt inom VC-segmentet, som fick 30 procent av riskkapitalet under 1990-talet, har bara erhållit knappt 6 procent de senaste åren. Observera dock att en ny kategori, expansion,

<sup>12</sup> Gompers och Lerner (1998).

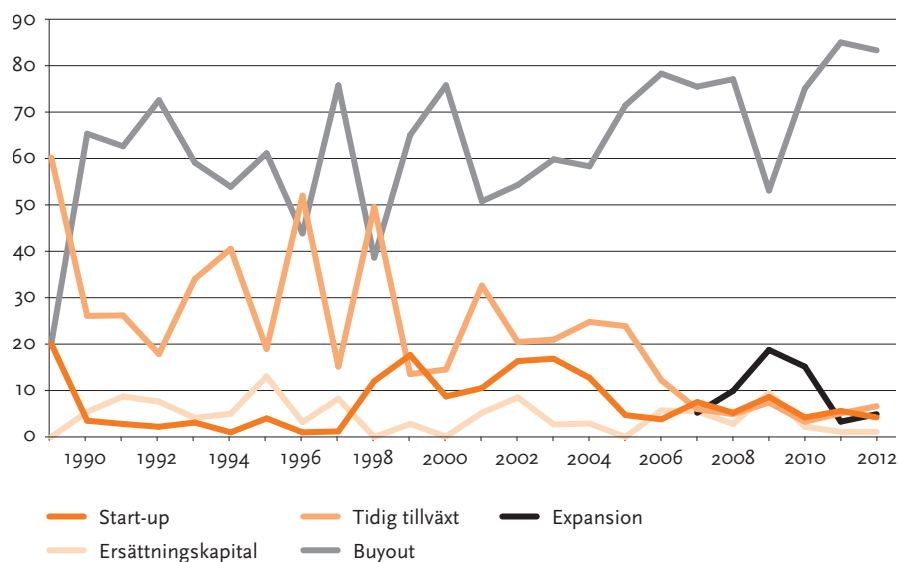
<sup>13</sup> Intervju med Gabriel Urwitz, styrelseordförande i SVCA, 11 september.

<sup>14</sup> Söderblom A. (2012).

<sup>15</sup> EVCA:s statistik som används här är inte heltäckande. Bland annat ingår sällan investeringar av affärsänglar. Statistiken ger dock en relativt god bild av hur riskkapital fördelats över tiden.

introducerades i statistiken 2007 vilket bidragit till att reducera andelarna för företag i den tidiga tillväxtfasen. Företag i såddfasen (återges ej i diagrammet) har endast erhållit 0,3 procent av det samlade riskkapitalet sedan 2007.

**Figur 1.** Fördelning av riskkapital på olika segment, procent<sup>16</sup>

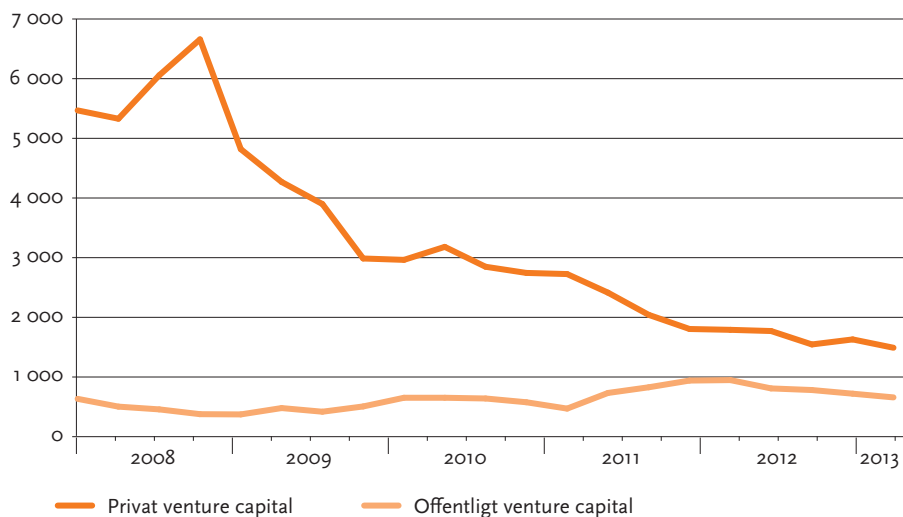


Källa: EVCA. Observera att det inte finns uppgifter om growth (expansion) före år 2007.

De offentliga aktörerna svarar enligt EVCA:s data för en mycket begränsad del av det totala utbudet av riskkapital, under 2000-talet har andelen uppgått till i genomsnitt 1,8 procent. Det beror på att buyout-segmentet är så dominerande och där är statens insatser små. Om vi fokuserar på VC-marknaden så är statens andel betydligt större. Sedan 2007 har den i genomsnitt uppgått till knappt 20 procent enligt statistik från Svenska riskkapitalföreningen. Den offentliga andelen har stigit kraftigt under perioden, men det hänger företrädesvis samman med att de privata VC-bolagen minskat sina investeringar markant under senare år.

<sup>16</sup> Se bilaga 1 för definitioner av de olika faserna.

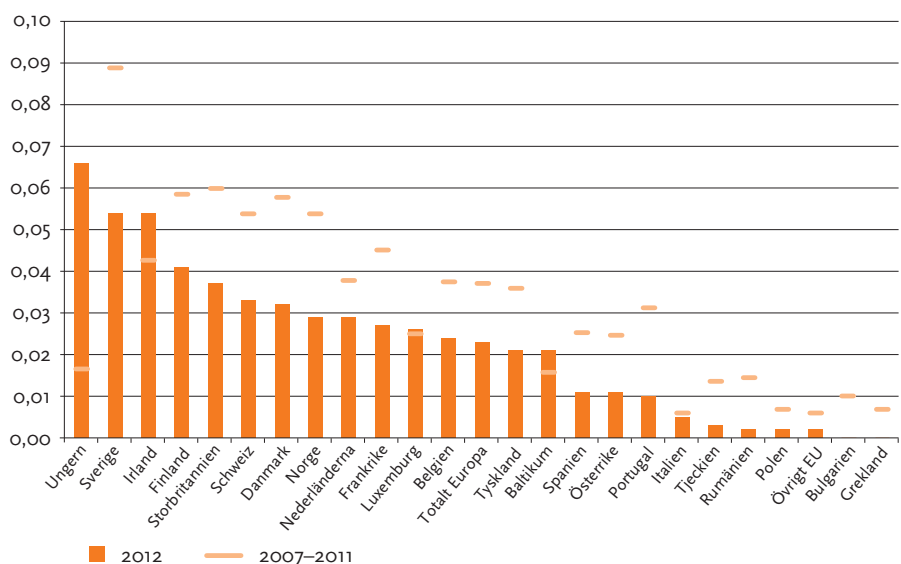
**Figur 2.** Privat och offentligt riskkapital (sådd, start up och expansion) mkr, rullande 4 kvartal



Källa: SVCA samt egna beräkningar.

En jämförelse med övriga länder i Europa visar att Sverige står sig väl i konkurrensen vad gäller de totala VC-investeringarna. År 2012 var de svenska VC-investeringarna mätt som andel av BNP näst högst i Europa efter Ungern. Under åren 2007–2011 var Sverige på första plats, ganska långt före Storbritannien som kom på andra plats.

**Figur 3.** VC-investeringar i olika länder, procent av BNP



Källa: EVCA, Eurostat och egna beräkningar.



Tillväxtanalys kom i november 2013 med en kartläggning av den svenska riskkapitalmarknaden. Enligt den studien erhöll företag i såddfasen, dvs riktigt tidiga skeden, 3 procent av de totala investeringarna inom VC-sektorn 2012. Fördelningen mellan start up-fasen och expansionsfasen har varit relativt jämn under de senaste åren. En annan observation var att 2011 skedde över hälften av riskkapitalinvesteringarna i Stockholm. Enligt Tillväxtanalys står storstadsregionerna (Stockholm, Västsverige och Sydsverige) för drygt 80 procent av den totala volymen av riskkapitalinvesteringar i Sverige. Enligt Tillväxtanalys var kapitalet jämnare spritt över landet 2008, vilket sammanföll med högre investeringsaktivitet. Dataunderlaget tillåter inte en jämförelse mellan den geografiska spridningen av det privata och det offentliga riskkapitalet.<sup>17</sup>

En allmän bild som framkommit under våra intervjuer är att riskkapitalet blivit mer internationellt över tiden. Färre aktörer har ett renodlat svenskt fokus. En allt viktigare del av svenska aktörers verksamhet är därför att vårda ett internationellt nätverk för att dels göra syndikeringar med utländska investerare, dels sälja av innehav till dem. Detta ställer krav på såväl storlek som inriktning och kompetens, framförallt hos de svenska riskkapitalister som arbetar med företag som vill expandera internationellt.

Ovanstående indikerar att utbudet av riskkapital varierar ganska kraftigt över tiden och mellan olika sektorer. Privata aktörer styrs självklart av en investerings förväntade avkastning men även av hur riskvilliga de är. I spåret av finanskrisen minskade riskvilligheten överlag inom den finansiella sektorn, även vad gäller finansiering av företag. Under högkonjunktur och perioder med hög börsvärdering gäller motsatsen, riskvilligheten kan vara väl hög.

Staten genomförde under finanskrisen ett antal åtgärder för att stärka tillgången på kredit och motverka det faktum att bankerna blev mer restriktiva i sin kreditprövning.<sup>18</sup> Staten kan därmed ha en balanserande roll som leverantör av riskvilligt kapital. Enligt regeringen kan statliga investeringar i tidiga skeden även bidra till att ge förutsättningar för ett uthålligt utbud av sådan finansiering över konjunkturcykler.<sup>19</sup>

#### 2.4.1 *Vad säger aktörerna själva om behovet av kapital?*

Synen på behovet av statligt riskkapital är ganska heterogen inom den grupp av personer vi intervjuat. Det finns förvisso en samsyn om att staten har en roll att spela eftersom det privata kapitalet inte tillgodoser efterfrågan på riskkapital på ett tillfredsställande sätt över tiden. Det poängterades dock att en betydande andel av de som efterfrågar riskkapital inte har produkter och/eller

<sup>17</sup> Tillväxtanalys (2013b).

<sup>18</sup> SOU 2013:6 Delbetänkande av Finanskriskommittén, *Att förebygga och hantera finansiella kriser*.

<sup>19</sup> Prop. 2009/10:148.

de personer i ledande ställning som krävs för att investerarna ska vara villiga att tillföra riskkapital. Av de som söker kapital hos VC-fonder erhåller bara 1–5 procent medel, andelen skiljer mellan olika fonder. Vissa sökande företag kan vara intressanta ur ett investeringsperspektiv men passar av olika skäl inte in i fondens portfölj. Andra är inte skalbara vilket ofta är ett krav från investerarens sida. Men den stora andelen som avvisas anses inte ha en bärande affärsplan eller bedöms sakna ledningskompetens att genomföra en i och för sig god tanke.

Bilden av vilka faser där behovet av det statliga riskkapitalet är som störst varierar emellertid en del. Somliga menar att den allra tidigaste fasen, att få lån och/eller garantier för att starta ett företag, är väl täckt genom bland annat Almis verksamhet. Det är enligt dessa betydligt svårare att få kapital när företaget vill ta nästa steg och expandera verksamheten. Andra menar att det just är i den allra tidigaste fasen, inkubatorer (företagskuvöser) och dylikt som behovet är som störst.

En intressant syn som framkommit under våra intervjuer är att för många företag som vill expandera krävs det inte bara expansionskapital utan även managementsupport. I en enkät svarade drygt hälften av de tillfrågade småföretagen (upp till 49 anställda) att det var intressant (alternativ 4 eller 5 på en 5-gradig skala) att investeraren också kunde bidra med kunskap och/eller nätverk.<sup>20</sup>

Bristen på managementkompetens när ett företag växer och går in på nya områden/marknader är enligt vissa bedömare större än bristen på kapital och att statens insatser i större utsträckning borde inriktas mot denna brist.<sup>21</sup> Ett sätt att öka utbudet av kompetens och kapital, som blir allt vanligare internationellt, är att de statliga resurserna satsas på fond-i-fond-lösningar där privata aktörer sköter verksamheten och staten satsar sina medel i dessa fonder istället för att göra direktinvesteringar via egna fonder. De statliga resurserna bidrar då till att stimulera en tillväxt av privata VC-bolag som i sin tur utnyttjar det statliga kapitalet plus minst lika mycket insamlat privat kapital för att hjälpa företag att starta och växa.

## 2.5 Sammanfattande iakttagelser

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att företagsfinansiering med riskkapital är en marginell företeelse jämfört med andra finansieringsformer. För enskilda entreprenörer och företag kan dock bristen på riskkapital utgöra ett avgörande

<sup>20</sup> Svenskt näringsliv (2013).

<sup>21</sup> Graham Cope på Europeiska investeringsfonden var den starkaste förespråkaren för denna hållning.

hinder för tillväxt. Vidare framstår tillgången på riskkapital i Sverige som god i jämförelse med andra länder. Dålig avkastning och minskad riskaptit i spåren av finanskrisen har dock medfört att utbudet av privat kapital har minskat under det senaste decenniet. Majoriteten av de vi intervjuat anser att staten har en viktig roll att spela i sammanhanget eftersom det privata kapitalet inte tillgodoser efterfrågan på ett tillfredsställande sätt över tid. Det råder dock inte samsyn om i vilka faser och segment som staten bör verka.



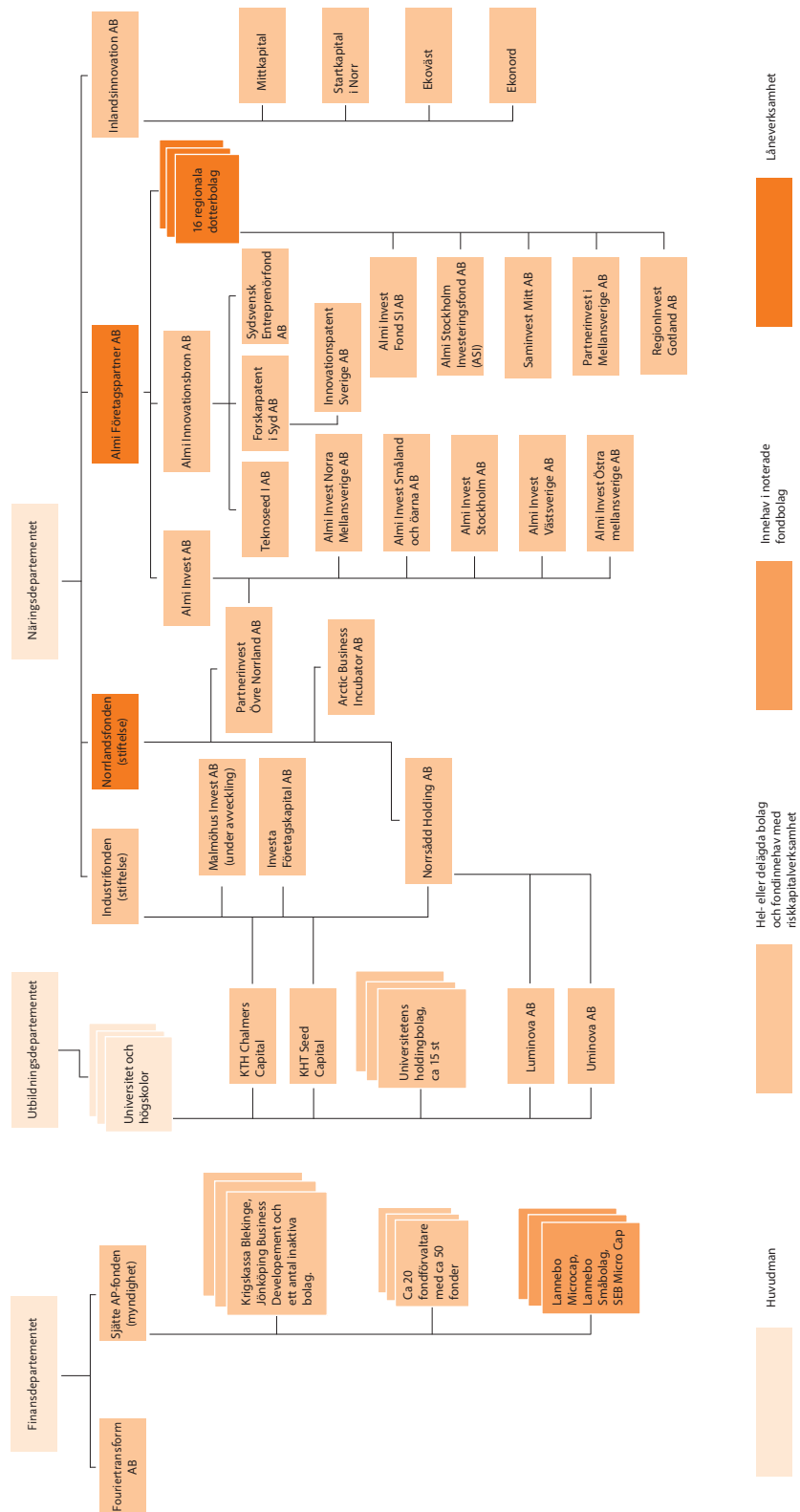
### 3 Det statliga systemet för riskkapitalförsörjning

Det finns primärt fyra statligt finansierade aktörer som bedriver företagsfinansiering med ägarkapital: Almi Företagspartner AB, Fouriertransform AB, Inlandsinnovation AB samt stiftelsen Industrifonden. Dessutom finns ett antal statligt delägda regionala bolag vilka samägs med landsting eller regionala aktörer. Stiftelsen Norrlandsfonden, som huvudsakligen sysslar med topplån, är en statlig aktör som finansierar ägarkapital via sådana bolag. Därutöver investerar även Sjätte AP-fonden i onoterade bolag, dock med syftet att maximera avkastningen på pensionskapitalet i inkomstpensionssystemet.

Totalt har dessa aktörer tillgångar på 38 miljarder kronor, varav omkring 30 miljarder är avsett för investeringar i ägarkapital. Exklusive Sjätte AP-fondens kapital återstår cirka 10 miljarder kronor, varav hälften har tillkommit under de senaste fem åren. Det kan också nämnas att uppemot 60 procent av kapitalet har begränsats till investeringar i specifika geografiska områden eller branscher. Finansieringen av bolagen och stiftelserna har som regel skett med statliga kapitaltillskott. Därutöver får Almi ett årligt driftsanslag.

Fouriertransform har Finansdepartementet som huvudman, medan Näringsdepartementet är huvudman för övriga statliga aktörer. Sjätte AP-fonden verkar inom inkomstpensionssystemet och regleras genom uppdrag i lag (lagen 2000:193) om Sjätte AP-fonden. Regeringen har bl.a. i uppdrag att utse styrelseledamöter och utvärdera fondens verksamhet i efterhand, men kan i övrigt inte styra verksamheten. Under Utbildningsdepartement finns även universitetens holdingbolag, som i varierande utsträckning arbetar med såddfinansiering. Ett specialfall är Swedfund, med Utrikesdepartementet som huvudman, vilket tillhandahåller riskkapital i utvecklingsländer. Figur 4 ger en överblick över organisationer som bedriver riskkapitalverksamhet i Sverige med statliga medel. I de följande avsnitten beskrivs de viktigaste statliga stiftelserna och bolagen med ägarkapitalverksamhet.

Figur 4. Statliga stiftelser och bolag med riskkapitalverksamhet



Källa: Berörda organisationers årsredovisningar och webbplatser.

### 3.1 Almi Företagspartner AB

Almi Företagspartner AB förmedlar lån, ägarkapital och rådgivning till företag i tidiga utvecklingskedan. Bolaget har sedan årsskiftet 2012/2013 slagits samman med Innovationsbron AB. Det sammanslagna bolaget får i 2014 års statsbudget ett statligt driftsanslag om 260 miljoner kronor. Det senaste statliga kapitaltillskottet i Almi tillkom 2008 med 2 miljarder kronor.

Almis riskkapitalverksamhet bedrivs av dotterbolagen Almi Invest AB, bildat 2009, och Almi Innovationsbron AB, bildat 2013. De båda bolagen är under fusion och drivs sedan 2013 i ett gemensamt affärsområde under varumärket Almi Invest. Verksamheten är uppdelad dels i en nationell fond med s.k. såddkapital (f.d. Innovationsbron AB), dels i regionala fonder med s.k. expansionskapital.<sup>22</sup>

De regionala fonderna under Almi delfinansieras av Europeiska regionalfonden och drivs som projekt inom ramen för åtta regionala strukturfondsprogram som löper till och med utgången av 2014. Hälften av kapitalet kommer från regionalfonden och hälften från nationella medfinansiärer. Almi Invest delfinansierade och administrerar åtta av totalt elva fonder och är den största nationella finansiären. Övriga offentliga medfinansiärer var Almi Innovationsbron, Norrlandsfonden, Tillväxtverket samt länsstyrelser, regioner och regionförbund. De regionalfondsmedel som inte investerats i portföljbolag måste betalas tillbaka till EU-kommissionen vid projektperiodens slut. Det totala offentliga kapitaltillskottet i samtliga regionala fonder uppgick vid utgången av 2012 till 664 miljoner kronor och målsättningen är att betala ut 1,2 miljarder kronor inklusive EU-medel till projektperiodens slut.

#### Regeringen aviserar fler fonder inför programperioden 2014–2020

I budgetpropositionen för 2014 föreslår regeringen att en ny fond ska bildas med medel från EU:s regionalfond med syfte att investera i nya och befintliga privata riskkapitalfonder, en s.k. fond-i-fond. Medfinansieringen till fonden ska enligt regeringen säkerställas genom extra utdelningar från Fouriertransform och Inlandsinnovation. Regeringen avser dessutom att etablera en grön investeringsfond med inriktning på energi- och miljöteknik. Fonden kräver godkännande av EU-kommissionen, Almi Företagspartner AB och Statens energimyndighet. De båda aviserade fonderna är en del av ett nytt nationellt strukturfondsprogram vid sidan av de åtta befintliga regionala programmen. Fondernas utformning är föremål för förhandling inför nästa (försenade) programperiod 2014–2020.

<sup>22</sup> Såddkapital är den initiala finansiering som en entreprenör behöver för att kunna utveckla sin idé och starta företag. Expansionskapital används som namnet antyder i något senare fas, när ett företag står inför en expansion. Se bilaga 1 för utförligare definitioner.

### 3.1.1 Verksamhetens mål

Målet för Almis riskkapitalverksamhet är att skapa tillväxt och förnyelse genom att investera i bolag från tidig idéfas till tillväxt. Enligt ägaranvisningen ska Almis verksamhet utgöra ett komplement till den privata marknaden och bolaget ska inte engagera sig där det finns lämpliga privata alternativ som kan lösa företagens behov av finansiering. Verksamhetens mål är inte att maximera vinst åt ägaren, men det är enligt ägaranvisningen angeläget att Almi tar vara på de möjligheter som finns till del av vinst eller värdestegring i de bolag man har engagemang i.

Internt har Almi ett avkastningskrav på 2 procent för expansionskapitalet, men inget avkastningskrav för såddfonden utöver att fonden är revolverande, dvs att vinsterna går tillbaka till fonden och finns tillgängliga för nya investeringar.<sup>23</sup> När det gäller avkastning på portföljbolagsnivå uppger Almi att ”det ligger i uppdraget att ta risker i tidiga skeden, dvs att ena hälften av portföljbolagen kanske ger noll i avkastning medan andra hälften bör ge minst två gånger pengarna.”<sup>24</sup>

För den nationella såddfonden gäller att investeringar i portföljbolag ska ske på marknadsmässiga villkor, gärna med en privat partner. För de regionala fonderna gäller att investeringar i ägarkapital ska ske på affärsmässiga grunder. Kravet på affärsmässig grund anses uppfyllt om enskilda investeringar genomförs ”... samtidigt och med ett minst lika stort belopp av minst en privat kommersiell aktör på lika villkor”.<sup>25</sup> 70 procent av Almis privata medinvestorare är privatpersoner.

Almi har inga restriktioner vad gäller branscher som portföljbolagen ska vara verksamma i. Däremot föreskrivs att de regionala fonderna ska beakta de s.k. horisontella kriterierna i de regionala strukturfondsprogrammen: jämställdhet mellan kvinnor och män, integration och mångfald samt en miljömässigt hållbar utveckling. För de regionala fonderna finns regionala restriktioner i form av de områden som definieras av EU:s NUTS 2-indelning.<sup>26</sup> Dessa restriktioner innebär bland annat att eventuell överskottslikviditet i en fond inte kan användas i andra fonder även om dessa har brist på kapital.

<sup>23</sup> För hela Almis verksamhet finns inget ekonomiskt mål annat än att den lånefond ägaren ställt till bolagets förfogande för utlåning till Almis målgrupper ska behållas nominellt intakt.

<sup>24</sup> Intervju med Almi Invest 2013-09-05. Avser expansionskapital.

<sup>25</sup> Förordning (SFS 2012:872) om statlig finansiering genom regionala utvecklingsbolag. De regionala utvecklingsbolagen är Almi Företagspartner AB, bolag som ingår i dess koncern och intressebolag.

<sup>26</sup> NUTS, (på engelska Nomenclature of Units for Territorial Statistics), är en regionsindelning som introducerades 1988 av Eurostat. Syftet med NUTS är att lättare kunna jämföra olika områden inom EU:s gränser. Statistiken som samlas in används som grund för EU:s regionalpolitik.



### 3.1.2 Investeringsprofil

Vid slutet av 2012 fanns totalt cirka 1 miljard kronor i Almi-administrerade fonder. Under 2011–2012 gjorde fonderna 166 nyinvesteringar om totalt 360 miljoner kronor. Tabell 1 nedan visar hur investeringarna fördelade sig på portfölj företag i olika faser av portfölj företagets utveckling. En stor del av kapitalet, två tredjedelar, investerades i företag som befann sig i start up-fasen. Samtliga investeringar är direktinvesteringar, det vill säga utan mellanhänder i form av andra fonder.

**Tabell 1.** Almifondernas nyinvesteringar 2011–2012, miljoner kronor.

Fas	
Sådd	0
Start up	244
Tidig tillväxt	97
Expansion	19
Mogna	0
<b>Totalt</b>	<b>360</b>

Källa: Almi.

#### Europeiska investeringsfonden

Europeiska investeringsfonden (EIF) inrättades 1994 för att förbättra tillgången till finansiering för småföretag. Aktiemajoriteten innehas av Europeiska investeringsbanken, som ägs gemensamt av EU:s medlemsländer. EIF investerar i riskkapitalfonder som riktar sig till små och medelstora företag och ställer garantier till förfogande för att täcka finansinstitutens lån till små och medelstora företag. Fonden gör inga direktinvesteringar utan investerar sitt kapital i privata fonder (jfr fond-i-fond). EIF har varit verksam i Sverige sedan slutet av 1990-talet och har totalt investerat drygt 3,2 miljarder svenska kronor i ett tjugotal svenska fonder. EIF ska inte förväxlas med Europeiska regionalfondens bidrag till de svenska regionala riskkapitalfonderna, som under nuvarande programperiod uppgår till knappt 0,7 miljarder kronor. EIF är verksam i EU-länderna, Turkiet och tre Eftaländer (Island, Liechtenstein och Norge).

## 3.2 Fouriertransform AB

Fouriertransform AB är ett statligt ägt VC-bolag, som bildades i december 2008 med ett initialt kapitaltillskott på 3 miljarder kronor. Bolagets tillkomst var en av regeringens krisåtgärder under finanskrisen och uppdraget var att bidra till att stärka vad regeringen kallade "det svenska fordonsklustrets" internationella

konkurrenskraft. Regeringens underlag för riksdagsbeslutet om bolagets bildande var knapphändigt (prop. 2008/09:95). Riksdagsbeslutet villkorades av att regeringen skulle återkomma till riksdagen med ytterligare information, vilket skedde genom en kortfattad skrivelse ett halvår efter bolagets bildande (skr. 2008/09:221). Efter förslag i vårändringsbudgeten 2013 har Fouriertransforms investeringsmandat utvidgats till att utöver fordonsindustrin omfatta hela tillverkningsindustrin och närliggande tjänstenärings.

### 3.2.1 *Verksamhetens mål*

Fouriertransforms mål är att stärka och vitalisera det svenska industriklustret. Fouriertransform ska ge marknadsmässig avkastning till ägaren och bidra till en hållbar utveckling, genom att bland annat investera i bolag och projekt med en hållbarhetsprofil. Bolaget ska investera på kommersiella grunder och har ett avkastningskrav på 10–15 procent. Det finns inga krav på Fouriertransform att saminvestera med andra privata eller offentliga investerare. Tvärtom säger bolagets styrelseordförande Lars-Olof Gustavsson att man ”kan och ska gå in ensamma om det gagnar själva investeringens förutsättningar för genomförande och tillväxt.”<sup>27</sup> I den ekonomiska vårpropositionen 2013 skrev regeringen att en ökad samordning mellan Fouriertransform och Industrifonden bör övervägas.

Fouriertransform har inga geografiska restriktioner utöver att projekten ska ha anknytning till Sverige. Den tidigare inriktningen på det svenska fordonsklustret har dock inneburit att merparten av investeringarna har förlagts till Västsverige. Det nyligen utvidgade mandatet innebär att inriktningen i stort sett blir densamma som Industrifondens affärsområde Industrifinans, men enligt Fouriertransform sker samordning av investeringsinriktning mellan de bägge aktörerna när behov föreligger.

### 3.2.2 *Investeringsprofil*

Vid årsskiftet 2012/13 uppgick Fouriertransforms investeringar i portföljbolag enligt balansräkningen till 485 miljoner kronor och det egna kapitalet till knappt 3 miljarder kronor. Under 2012 investerades 142 miljoner kronor. Fouriertransform ägnar sig enbart åt direktinvesteringar och gör inga indirekta investeringar via fonder. I Fouriertransforms ägarpolicy står att man investerar i ”bolag som befinner sig i en utvecklingsfas eller expanderar sin verksamhet”. Enligt årsredovisningen för 2012 ligger ägaragendan fast för det kommande året, men man kommer också fortsatt att arbeta för att få ”en mer balanserad portfölj, som även innefattar bolag i senare faser.” Av tabellen nedan framgår hur de senaste två årens nyinvesteringar faktiskt fördelat sig på företag i

<sup>27</sup> Intervju med Fouriertransform, 2013-09-25.

olika stadier av utveckling. Cirka 300 miljoner kronor, eller drygt hälften av nyinvesteringarna, har allokerats till företag i expansionsfas. Tidig tillväxtfas stod för 45 procent av nyinvesteringarna under perioden.

**Tabell 2.** Fouriertransforms nyinvesteringar 2011–2013-06-30, miljoner kronor.

Fas	
Sådd/grodd	0
Start up	19
Tidig tillväxt	256
Expansion	298
Mogna	0
<b>Totalt</b>	<b>573</b>

Källa: Fouriertransform.

### 3.3 Inlandsinnovation AB

Inlandsinnovation AB är ett statligt helägt riskkapitalbolag som bildades i december 2010 med ett initialt kapitaltillskott på 2 miljarder kronor. Bolaget kom igång med sin verksamhet fjärde kvartalet 2011.<sup>28</sup> Bakgrunden till bolagets inrättande var att regeringen ansåg att det fanns behov av ökad tillgång till riskvilligt kapital i norra Sveriges inland (stödområde A). Regeringens underlag för riksdagsbeslutet om bolagets bildande var knapphändigt. Beslutet villkorades av att regeringen skulle återkomma med en mer detaljerad redovisning av bolagets inriktning, vilket skedde i regeringens skrivelse (2010/11:74) *Redovisning av inriktningen av verksamheten hos Inlandsinnovation*.

Efter förslag i vårändringsbudgeten 2013 utvidgades investeringsmandatet för Inlandsinnovation till att omfatta hela Norrland samt Dalarnas och Värmlands län. Under bolagets första egentliga verksamhetsår 2012 investerades 78 miljoner kronor i portföljbolag och 221 miljoner kronor i lån och andra finansiella instrument, varav 200 miljoner kronor avsåg ett lån till stiftelsen Norrlandsfonden.

#### 3.3.1 Verksamhetens mål

Enligt bolagsordningen ska Inlandsinnovation på marknadsmässiga villkor direkt eller indirekt investera i eller finansiera företag och innovationsprojekt i syfte att främja företagande och utveckling i regionen utifrån de möjligheter

<sup>28</sup> Fram till dess föreskrev ägardirektivet att bolagets medel skulle förvaltas till mycket låg risk.

och förutsättningar som gäller där. Något avkastningskrav från ägaren har inte fastställts utöver att detta ska vara rörligt. Företrädare för Inlandsinnovation uppger i en intervju att man inledningsvis har målsättningen att behålla kapitalet nominellt intakt över tid och att man avser att lyfta frågan om avkastningskrav till ägaren men vill ”känna av” marknaden först.<sup>29</sup>

### 3.3.2 *Investeringsprofil*

Inlandsinnovation får verka genom lån, ägarkapital och borgensåtaganden. Utöver ett tioårigt lån till Norrlandsfonden om 200 miljoner kronor och ett mindre förlagslån till Kreditgarantiföreningen Norr, sker företagsfinansieringen huvudsakligen genom ägarkapital. Av det investerade kapitalet om 197 miljoner kronor (per 30 juni 2013) har den absoluta merparten (cirka 180 mkr) gått till direktinvesteringar i verkstads- och turistnäringen. Ett enskilt portföljbolag – Grönklittsgruppen AB – utgör en tredjedel av direktinvesteringarna. Inlandsinnovation är också delägare i ett fåtal lokala så kallade tillväxtkassor och fonder, vilka huvudsakligen har förvärvats från Sjätte AP-fonden. Uppköp och etablering av tillväxtkassor har motiverats av att man velat infria de förväntningar som finns om investeringar i tidiga skeden. Företagets huvudsakliga inriktning är emellertid direktinvesteringar med s.k. expansionskapital och enligt styrelseordföranden ska Inlandsinnovation inte direktinvestera i såddfaser.<sup>30</sup>

**Tabell 3.** Inlandsinnovations nyinvesteringar 2011–2013-06-30, miljoner kronor.

<b>Fas</b>	
Sådd/grodd	0
Start up	45
Tidig tillväxt	36
Expansion	40
Mogna	76
<b>Totalt</b>	<b>197</b>

*Källa: Inlandsinnovation.*

Inlandsinnovation bör enligt regeringen (Skr. 2010/11:74) primärt samarbeta med befintliga privata och offentliga utförare av finansieringstjänster. Möjligheter att delta i finansieringen på lika villkor med privata aktörer genom syndikering ska eftersträvas, men när det föreligger särskilda skäl kan

<sup>29</sup> Intervju Inlandsinnovation, 2013-09-19.

<sup>30</sup> Intervju med styrelseordföranden Leif Zetterberg 2013-11-28.

Inlandsinnovation besluta att direkt finansiera eller investera i ett företag eller projekt, exempelvis särskilt omfattande insatser.

### 3.4 Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden är en av fem AP-fonder i inkomstpensionssystemet med uppdraget att långsiktigt maximera avkastningen på det förvaltade pensionskapitalet. Fonderna ska bygga upp en buffert för att kunna hantera utflöden när de årliga pensionsutbetalningarna överstiger pensionsavgifterna. Till skillnad från de andra AP-fonderna har Sjätte AP-fonden en obegränsad möjlighet att investera i onoterade bolag och noterade riskkapitalbolag. Ytterligare en skillnad är att Sjätte AP-fonden är en stängd fond, vilket innebär att det inte sker några löpande inbetalningar till eller utbetalningar från fonden. Sjätte AP-fonden bildades 1996 och fick vid starten ett grundkapital på 10,4 miljarder kronor.<sup>31</sup>

Buffertkapitalutredningen föreslog 2012 att tillgångarna i Sjätte AP-fonden tillsammans med dem i Första till Fjärde AP-fonden överförs till en ny pensionsreservfond förvaltd av den föreslagna nya myndigheten Pensionsreservstyrelsen. Utredningen bereds för närvarande i Regeringskansliet i samråd med Pensionsgruppen.

#### 3.4.1 Fondens mål

Sjätte AP-fondens uppdrag är att skapa långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placering av riskkapital i små och medelstora svenska tillväxtföretag och därigenom bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet. År 2011 tog fondens styrelse bort hänvisningen till det svenska näringslivet för att istället helt fokusera på att maximera avkastningen på pensionskapitalet. Sedan 2012 är fondens avkastningsmål ett aktieindex<sup>32</sup> med rullande femårsperiod plus 2,5 procentenheter i riskpremie för onoterade bolag.

#### 3.4.2 Investeringsprofil

Sjätte AP-fondens allokeringsprofil från starten med inriktning på små och medelstora företag bör ses mot bakgrund av hela fondsystemets konstruktion. Fonden får huvudsakligen placera i noterade svenska aktier med en ägarandel utgörande mindre än 30 procent av kapital och röster, i onoterade svenska aktier samt i räntebärande instrument. Mellan starten 1996 och

<sup>31</sup> Bildandet var inte helt okontroversiellt. Riksdagsmannen (m) Carl Bildt skrev tillsammans med ett dussin partikollegor att "Detta är en återgång till en fondsocialistisk politik. Förslaget har samma principiella inriktning som löntagarfonderna. Ägandet av privata svenska företag ska successivt tas över av politiskt tillsatta organ. Kapitalbildningen kollektiviseras, och statens kontroll ökar." (Motion 1995/96:N36).

<sup>32</sup> Handelsbankens Nordix All-Share Portfolio Index Total Return.

2002 investerade Sjätte AP-fonden främst i börsnoterade bolag. År 2003 började fonden fokusera på onoterade företag. Fonden gjorde också ett antal investeringar i regionala investmentbolag. Av dessa har man nyligen avyttrat Mittkapital, Startkapital i Norr, Ekoväst och Ekonord till Inlandsinnovation medan andelarna i exempelvis Krigskassa Blekinge och Jönköping Business Development för närvarande finns kvar.

Efter styrelsens omläggning av investerarstrategin 2011 slutade fonden att investera direkt i tidiga faser. Numera investerar fonden huvudsakligen i onoterade mogna bolag. Investeringarna sker dels direkt, dels via andra fonder. Investeringar i VC-bolag sker uteslutande via externa fonder. Tabell 4 ger en bild över vilka delar i företagens utvecklingsfaser som fonden investerar i. Siffrorna avser både direktinvesteringar och investeringar via fonder.

**Tabell 4.** Sjätte AP-fondens nyinvesteringar 2011–2013-08-31, miljoner kronor.

<b>Fas</b>	
Sädd	0
Start up	0
Tidig tillväxt	14
Expansion	5
Mogna	1 529
<b>Totalt</b>	<b>1 548</b>

*Källa: Sjätte AP-fonden.*

Inriktningen är mogna nordiska företag och fokus ligger på tillväxtorienterade företag med positivt kassaflöde och med etablerad affärsmodell och marknadsposition. Storleken på direkta investeringar ska helst ligga i intervallet 100 miljoner kronor upp till en miljard kronor. Fonden strävar efter att saminvestera med partner som vill ha en majoritetsställning. Ägarandelen bör ligga mellan 5 och 49 procent. Fondens samlade fondkapital uppgår till drygt 20 miljarder kronor.

### 3.5 Stiftelsen Industrifonden

Den statliga stiftelsen Industrifonden bildades 1979 med uppgift att finansiera projekt inom svensk industri som kunde bidra till stärkt expansions- och konkurrenskraft på sikt. Det statliga startkapitalet från statsbudgeten uppgick till 300 miljoner kr. År 1984 beslutade riksdagen att Industrifonden skulle permanentas. Erhållna statsmedel uppgår idag till totalt 1,6 miljarder kronor.

Det senaste statliga kapitaltillskottet till fonden gjordes under första hälften av 1990-talet.

Efter Sveriges EU-inträde år 1995 förändrades Industrifondens inriktning till att förse företag i tidiga skeden med riskkapital genom konvertibla lån eller ägarkapital. Bakgrunden var de gemensamma statsstödsregler som EU-inträdet medförde. Idag investerar Industrifonden i små och medelstora bolag med tillväxtpotential. Begränsningen till små och medelstora bolag framgår av och definieras i förordningen (1996:880) om finansiering genom stiftelsen Industrifonden och motsvarar EU:s SME-definition (SME – Small and Medium-sized Enterprise). Bolagen får ha högst 250 anställda och maximalt 400 miljoner kronor i omsättning. Fondens ägarandel ska uppgå till 15–50 procent och den ska i normala fall sälja sitt aktieinnehav inom fem till tio år efter den första investeringen.

### 3.5.1 *Verksamhetens mål*

Industrifonden har tre mål: 1) Avkastningen på eget kapital ska överstiga femårig statsobligationsränta över en investeringscykel. 2) Fonden ska agera marknadskompletterande och samverka med privat kapital. Minst hälften av det egna kapitalet ska vara investerat i företag. 3) Gemensamma kostnader ska motsvara högst 2,5 procent av totala tillgångar.

### 3.5.2 *Investeringsprofil*

Industrifonden gör endast direktinvesteringar och gränsen för en enskild investering går vid 5 procent av fondkapitalet, vilket för närvarande motsvarar cirka 175 miljoner kronor. Totalt har fonden ett eget kapital på cirka 3,5 miljarder kronor, varav 1,2 miljarder kronor är investerade. År 2012 investerades 420 miljoner kronor inklusive följdinvesteringar. I en intervju säger fondens VD att man strävar efter att ha en balanserad portfölj av investeringar som omfattar både företags tidiga utvecklingsfaser och expansionsfaser, men att det idag är svårt att hitta expansionsinvesteringar på grund av en svag investeringskonjunktur.<sup>33</sup> Tabell 5 visar hur nyinvesteringarna fördelat sig på företag i olika utvecklingsfaser. Den största andelen, ungefär hälften av kapitalet, investerades i företag som befann sig i expansionsfasen.

<sup>33</sup> Intervju med Industrifonden, 2013-09-06.

**Tabell 5.** Industrifondens nyinvesteringar 2011-07-01–2013-06-30, miljoner kronor.

Fas	
Sådd/grodd	0
Start up	69
Tidig tillväxt	53
Expansion	125
Mogna	0
<b>Totalt</b>	<b>247</b>

Källa: Industrifonden.

### 3.6 Stiftelsen Norrlandsfonden

Norrlandsfonden – startad på 1960-talet med kapital från LKAB och staten – är en stiftelse med uppgift att främja utvecklingen för små och medelstora företag i Norrlandslänen. Stiftelsen erbjuder topplån för nyetablering, utveckling och expansion. Med olika låneformer, garantier eller borgensåtaganden är tanken att man ska komplettera finansieringen på toppen av företagets egen kapitalinsats och bankfinansiering. Norrlandsfonden har ett eget kapital på cirka 1 miljard kronor och utlånat kapital på 740 miljoner kronor. År 2012 beviljades 209 miljoner kronor i nya krediter.

Norrlandsfonden förmedlar inte ägarkapital direkt. Däremot är fonden delägare i de regionala riskkapitalbolagen Partnerinvest Övre Norrland AB (50/50 tillsammans med Almi Invest) samt Norr Sådd Holding AB (50/50 tillsammans med Industrifonden) vilket i sin tur är delägare i universitetsholdingbolagen Lunova AB i Luleå och Uminova Invest AB i Umeå. Dessa engagemang möjliggörs av en skrivning i stadgarna om att stiftelsen får äga aktier i utvecklingsbolag som har till uppgift att utveckla näringslivet i Norrland. Engagemangen i de regionala riskkapitalbolagen är relativt små. Partnerinvest Övre Norrland har 200 miljoner kronor i kapital i sin fond varav hälften kommer från EU:s strukturfondsmedel och en fjärdedel från vardera Norrlandsfonden och Almi Invest. Norr Sådd Holding har ett bokfört värde på endast 10,3 miljoner kronor.

#### 3.6.1 Fondens mål och utlåning

Norrlandsfonden ska främja norrländska företags utveckling. Verksamheten ska bedrivas så att eget kapital behålls nominellt intakt på lång sikt. Fondens geografiska verksamhetsområde var ursprungligen de fyra nordligaste Norrlandslänen, men utvidgades 1996 till att även omfatta Gävleborgs län.



Minst 25 procent av utlåningen ska vara till företag som leds eller ägs av kvinnor. Utlåningens fördelning på olika utvecklingsfaser framgår av tabell 6.

**Tabell 6.** Norrlandsfondens utlåning 2011–2012, miljoner kronor.

Fas	
Sådd/grodd	43
Start up	43
Tidig tillväxt	74
Expansion	345
Mogna	65
<b>Totalt</b>	<b>569</b>

*Källa: Norrlandsfonden. Fonden har rapporterat sin utlåning till företag i sådd- och start up-fasen sammantaget. Vi har valt att lägga halva beloppet på respektive del.*

### 3.7 Universitetens holdingbolag och investeringsfonder

Verksamheten i universitetens holdingbolag har bedrivits sedan 1996 och omsluter idag sammantaget cirka 2 miljarder kronor.<sup>34</sup> Bolagen spelar i regel roll som rådgivare och investeringspartner i tidiga faser av kommersialiseringen av forskning. De olika bolagen arbetar i varierande utsträckning med såddfinansiering. Vissa lärosäten har även startat särskilda investeringsfonder i samarbete med andra offentliga aktörer, men denna verksamhet är marginell i förhållande till det statliga riskkapitalsystemet i stort. Till de största av dessa hör KTH Seed Capital och Chalmers Innovation Seed Fund med ett kapital på drygt 100 miljoner kronor vardera.

### 3.8 Sammanfattande iakttagelser

Vår genomgång av de statliga bolag och stiftelser som har i uppdrag att förse entreprenörer och företag med riskkapital visar att det under årens lopp har utvecklats ett relativt svåröverskådligt system för statlig riskkapitalförsörjning. En generell iakttagelse är att motiven för att bilda nya aktörer har varierat. Flertalet aktörer har inledningsvis haft ett avgränsat mandat som sedan har utvidgats eller förändrats i takt med utvecklingen i omvärlden.

<sup>34</sup> SOU 2012:41 Innovationsstödande verksamheter vid universitet och högskolor.



## 4 Uppfyller de statliga insatserna målen?

### 4.1 Regeringens övergripande riktlinjer – en inneboende målkonflikt

Staten har i olika sammanhang beskrivit en generell syn på hur statliga aktörer kan förbättra finansieringen för företag. I prop. 2009/10:148 *Företagsutveckling – statliga insatser för finansiering och rådgivning* skriver regeringen följande:

*Det näringspolitiska inslaget befästs också genom att det avkastningskrav som ställs på statliga aktörer sätts på en låg nivå. Denna typ av marknadskompletterande finansiering bör genom sin riskbegränsande karaktär medverka till och underlätta för privata aktörer att erbjuda finansiering från sin sida. När det gäller finansiering av investeringar i företags egna kapital består statens marknadskompletterande roll främst i att öka utbudet av riskkapital i tidiga investeringsfaser där privata aktörer inte medverkar i tillräcklig utsträckning. Detta bidrar till att ge förutsättningar för ett uthålligt utbud av sådan finansiering över konjunkturcykler. Genom riskdelning på lika villkor med privata aktörer kan det samlade finansieringsutbudet också orienteras mot tidiga eller känsliga investeringsfaser i en större utsträckning till följd av det statliga engagemanget.*

Det finns en inneboende målkonflikt i ovanstående riktlinjer då staten ska ha låga avkastningskrav på de statliga aktörerna samtidigt som dessa ska verka på lika villkor som privata aktörer, vilket implicerar att de ska ha marknadsmässig avkastning på enskilda investeringar. Vidare ska de statliga aktörerna inrikta sig på tidiga investeringsfaser där risken är som störst och öka utbudet av riskkapital i de segment där privata aktörer inte tillfredsställer efterfrågan samtidigt som de ska samarbeta med privata aktörer.

Nedan redovisas de krav staten ställt på de statliga aktörerna vad avser avkastning på det insatta kapitalet. Som framgår av tabell 7 är bilden ganska brokig och tydliga avkastningskrav saknas ofta eller är ganska vaga. Två av sex statliga aktörer – Fouriertransform och Sjätte AP-fonden – har avkastningskrav som är helt marknadsmässiga och inte rimmar med de övergripande riktlinjerna för statlig företagsfinansiering. Sjätte AP-fonden verkar dock inom inkomstpensionssystemet och har numera enligt styrelsens tolkning av uppdraget i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden inte något samhällsuppdrag utöver att maximera avkastningen på pensionskapitalet. Däremot fortsätter fonden att investera i onoterade bolag och fonder. Övriga aktörer har låga avkastningskrav med reservationen att det rörliga kravet på Inlandsinnovation är tvetydigt.

Utöver de direkta avkastningskraven finns det indirekta avkastningskrav genom att staten själv eller via de styrelser staten utsett, i de flesta fall ställt krav på att den offentliga aktören ska agera på marknadsmässiga villkor och ofta krävt samarbete med privata aktörer. Av de undersökta statliga bolagen är det endast ett, Fouriertransform, som inte har krav på samarbete. För Inlandsinnovation uttrycks det mer som en målsättning att bolaget bör samverka med privata aktörer än som ett krav. Beskrivningen av tänkbara samarbetspartner är bred.<sup>35</sup>

För Almi Invest gäller att den nationella såddfonden ska investera på marknadsmässiga villkor, gärna med en privat partner. För Almis regionala fonder gäller att investeringar i ägarkapital ska ske på affärsmässiga grunder, vilket anses uppfyllt om enskilda investeringar genomförs "... samtidigt och med ett minst lika stort belopp av minst en privat kommersiell aktör på lika villkor".<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> Bolaget ska söka samverka med andra aktörer. I regeringens skrivelse 2010/11:74 nämns att lämpliga samarbetspartners kan vara inkubatorer, försäkringsbolag, olika typer av banker, kreditgarantiföreningar, riskkapitalfonder, utförare av högskolenära utvecklingsinsatser och statliga finansieringsaktörer.

<sup>36</sup> Förordning (SFS 2012:872) om statlig finansiering genom regionala utvecklingsbolag. De regionala utvecklingsbolagen är Almi Företagspartner AB, bolag som ingår i dess koncern och intressebolag.

Tabell 7. Avkastningskrav och samarbetskrav.

Aktör (Totalt kapital 2012)	Ägarens krav	Egna krav	Samarbetskrav
Almi Företagspartner* (Regionala fonder: 1,1 mdkr, nationell fond: 0,6 mdkr)	Lånefonden ska behållas nominellt intakt. Investeringar ska ske på marknadsmässiga villkor	2% på expensionskapital (regionala fonder), inget krav på såddkapital (nationell fond)	Expansionskapital: minst 50% privat medfinansiering. Såddkapital: medfinansiering eftersträvas men är inget krav. Ägarandel högst 49%
Fouriertransform (3,0 mdkr)	Marknadsmässig avkastning	Avkastningsmål 10–15%	Inga
Industrifonden (3,5 mdkr)	Avkastning på eget kapital >5-åriga statsobligationsräntan över en investeringscykel (styrelsen <sup>37</sup> )	Affärsmässiga villkor i partnerskap med entreprenörer och andra investerare	Ska samverka med privat kapital. Eftersträvar en ägarandel på 15–50%
Inlandsinnovation (2,0 mdkr)	Marknadsmässiga villkor, rörligt avkastningskrav	Bevara kapitalet nominellt	Finansiering på lika villkor med privata aktörer ska eftersträvas
Norrlandsfonden (1,4 mdkr)	Bevara eget kapital nominellt på lång sikt	Bevara eget kapital nominellt	Topplån i samarbete med banker. Delägda riskkapitalbolag eftersträvar minoritetsägande
Sjätte AP-fonden (20,3 mdkr)	Långsiktig hög avkastning	Handelsbankens Nordic All-Share Portfolio Index Total return plus 2,5 procentenheter	Företrädesvis med partner, ägarandelen bör vara 5–49%

\* Almis riskkapitalverksamhet bedrivs av dotterbolagen Almi Invest AB och Almi innovationsbron AB. Verksamheten är organiserad i dels en nationell fond (f.d. Innovationsbron AB), dels i regionala fonder där hälften av kapitalet kommer från EU:s strukturfondmedel. Den andra hälften kommer till lika delar från ALMI och regionala aktörer.

Tanken bakom de statliga insatserna är att de ska vara marknadskompletterande och inte tränga undan andra aktörers verksamhet. Samtidigt ska, som framgått ovan, flera av de statliga aktörerna ha marknadsmässig avkastning och eftersträva att delta i finansiering på samma villkor som privata aktörer.

Den bakomliggande tanken är att de privata aktörernas deltagande utgör en marknadssignal att investeringen sker på marknadsmässiga villkor. Det har också förts fram att kraven på matchning kan differentieras beroende på riskbilden.<sup>38</sup>

<sup>37</sup> Styrelsen avser att höja målsättningen för investeringsverksamheten men detta krav gällde under den undersökta perioden

<sup>38</sup> Svensson R. (2011) menar att matchningskravet bör vara 50 procent i senare faser men att kravet kan vara betydligt lägre i tidigare faser.

**Hur har avkastningen utvecklats?**

Mot bakgrund av de varierande avkastningskrav som finns för de olika statliga riskkapitalaktörerna kan det vara intressant att jämföra avkastningens utveckling. Eftersom riskkapitalverksamhet är långsiktig till sin natur är sådana jämförelser bara meningsfulla för fonder som varit aktiva en längre tid. Industrifonden visade i en egen utvärdering 2012 (utförd av Arthur D. Little) att kapitalet hade bevarats reallt intakt sedan 1996 då fondens uppdrag senast ändrades. Även på fem års sikt (jfr avkastningsmålet) hade kapitalet bevarats intakt. Sett över tid har dock större delen av avkastningen kommit från placeringsverksamheten snarare än riskkapitalverksamheten. I regeringens senaste utvärdering av AP-fonderna (skr. 2012/13:130) konstateras att Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning har stärkts under 2012 men att avkastningen både under perioden sedan start och under tioårsperioden 2003–2012 var lägre än fondens tidigare mål och lägre än det nya mål som gäller fr.o.m. 2012. Som framgår av tabellen nedan är skillnaden slående mellan avkastningen i mogna bolag respektive expansionsbolag.

Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	Faktisk 2003–2012	Mål 2003–2012
Mogna bolag	16,3	13,8
Expansionsbolag	-14,2	13,8
Totalt investeringsverksamheten	6,7	13,8
Total avkastning efter kostnader	5,7	13,8

*Källa: Skr. 2012/13:130. Not. Avkastning per segment redovisas före kostnader. Mål 2003–2012 har beräknats på det mål som gäller fr.o.m. 2012.*

En underliggande ambition med flera statliga insatser är att få marknaden att fungera bättre inom det relevanta området, dvs att privata aktörer i större utsträckning ska kunna bistå med finansieringen av nya och små växande företag. Det nyligen introducerade investeraravdraget<sup>39</sup> är ett exempel på hur staten via en subvention försöker få privata aktörer att bli aktivare och investera mer i företagens tidiga utvecklingsfaser. Kraven att de offentliga aktörerna ska samarbeta med privata investerare och vara minoritetsägare är ett annat uttryck för ambitionen att få privata aktörer att orientera sig mot företagens tidiga utvecklingsfaser.

Genom samarbetskraven kan de statliga aktörerna (på marginalen) bidra till att privata aktörer flyttar gränsen för hur riskabla projekt de kan tänkas investera i. Staten tar en del av risken och i vissa fall en del av undersökningskostnaden för den relevanta investeringen vilket kan sänka tröskeln för en privat investerare.

<sup>39</sup> Reglerna för det nyligen införda investeraravdraget tar enligt några av de intervjuade inte tillräcklig hänsyn till saminvesteringar. Om offentliga aktörer äger mer än 25 procent i ett bolag förlorar den privata medinvesteraren rätten till avdrag.

Vidare är staten en långsiktig aktör som kan förväntas klara av de – vid tidpunkten för den första investeringen okända – följdinvesteringar som ofta krävs för att företaget ska kunna expandera på det sätt som eftersträvas, en egenskap som såväl företagsledning som medinvestorer värdesätter.

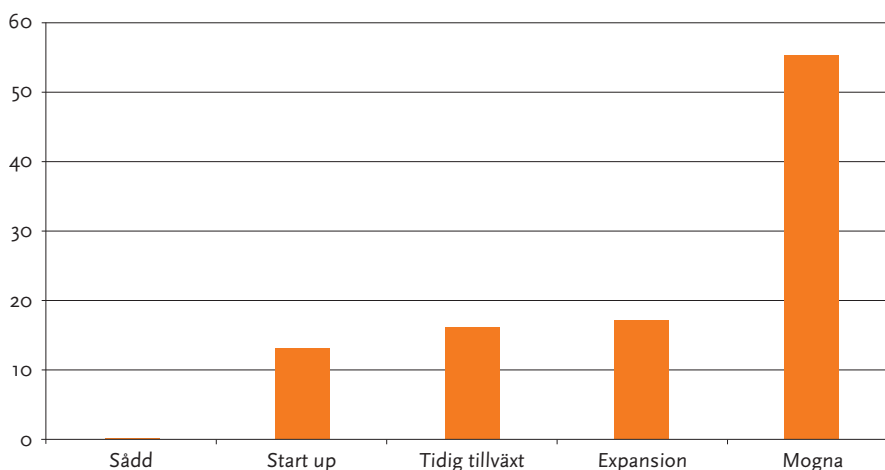
#### 4.1.1 *Investeringarna går till sena faser*

Eftersom investeringar i tidiga faser är riskabla på grund av informationsasymmetrier, svårigheter att bedöma risker, höga analyskostnader i förhållande till relativt små kapitalbehov och brist på säkerheter kan privata aktörer förväntas kräva en hög riskpremie för att göra sådana investeringar. Det innebär att om de offentliga aktörerna ska agera på samma villkor som de privata måste deras riskpremie vara lika hög.

En grundläggande frågeställning är därför om kravet på samarbete leder till att privata aktörer dras mot att investera i företag i tidigare faser eller om samarbetskravet snarare medför att de statliga bolagens investeringsfält begränsas till de delar där de privata aktörerna befinner sig.

Utvecklingen under den senaste 15-årsperioden har, som framgick av figur 1, medfört att de privata aktörerna i stor utsträckning flyttat sina investeringar ifrån företagens tidiga fas och nu fokuserar på mer mogna företag. Vi har gjort en inventering av hur de statliga aktörerna investerat under perioden 2011–2012/13<sup>40</sup> och den visar att de statliga medlen i stor utsträckning går till mogna företag. Det visar sig att över hälften av investeringarna gjorts i mogna företag, den del av marknaden som våra intervjupersoner anser att de privata aktörerna täcker relativt väl. Företag i expansionsfasen är de som får näst störst andel av de offentliga satsningarna, 17 procent. De tidiga tre faserna erhåller tillsammans 29 procent av investeringarna.

<sup>40</sup> Bolagen är delägare i en mängd fonder och investmentbolag, se figur 4. Flertalet av dessa är ganska små och endast de bolag som Norrlandsfonden är delägare i ingår i sammanställningen. Vissa av aktörerna har redovisat sina investeringar under 2011–2012 medan andra även tagit med investeringar gjorda under delar av 2013.

**Figur 5.** Statliga aktörers nyinvesteringar i olika faser 2011–2012, procent<sup>41</sup>

Källa: Uppgifter från aktörerna,<sup>42</sup> egna beräkningar.

Det offentliga riskkapitalet domineras av Sjätte AP-fonden som stod för drygt hälften av investeringarna räknat i kronor under den studerade perioden. Sjätte AP-fonden har sedan 2011 skiftat fokus och investerar endast i ringa utsträckning i VC-bolag utan nästan enbart i mogna bolag. Styrelsens mål för fonden är numera entydigt att ge en långsiktigt god avkastning och det tidigare målet om att bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet är borttaget. Fonden betraktar sig själv i första hand som en del av pensionssystemet snarare än en del av statens satsningar på att tillföra riskkapital till marknaden.<sup>43</sup> Under den studerade perioden gick 99 procent av fondens investeringar till mogna företag, vilket bekräftar den bilden.

Mot den bakgrunden är det av intresse att studera hur fördelningen av riskkapital ser ut för de övriga fem offentliga aktörerna. Bilden blir då delvis en annan. Över hälften av medlen gick till företag i de tre tidiga faserna. Den största andelen gick till företag som var i en expansionsfas vilka erhöll 35 procent av det satsade kapitalet. Företag som är i senare faser är större och har ett större kapitalbehov än nystartade företag så det blir med en viss automatik en slagsida mot företag i senare skeden när man tittar på fördelningen baserat på kronor. Som exempel kan nämnas att Industrifonden

<sup>41</sup> Det finns ingen exakt definition av de olika faserna. Aktörerna har gjort en egen bedömning av vilka faser som deras investeringsobjekt tillhör. Vissa har lämnat uppgifter för delar av 2013. Företrädare för Regeringskansliet har framhållit att Sjätte AP-fondens investeringar, vilka ingår i figuren, inte har samma syfte som andra statliga riskkapitalaktörer.

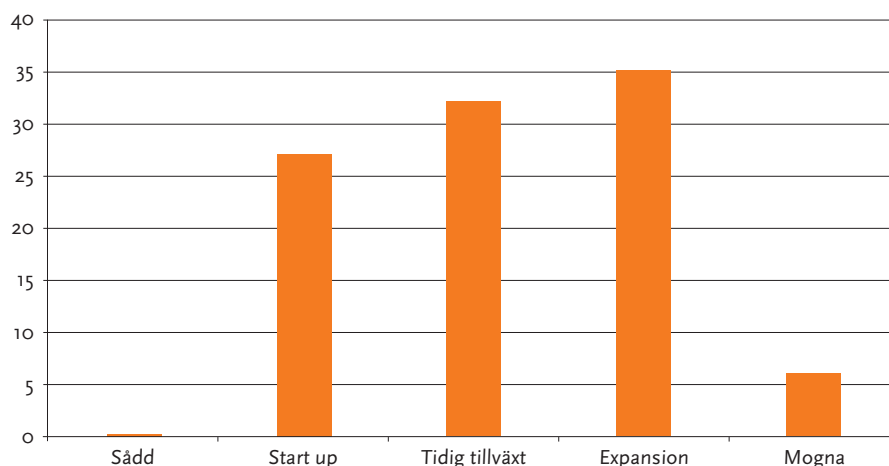
<sup>42</sup> Norrlandsfonden har redovisat faserna sädd och start up med ett belopp. Vi har valt att fördela beloppet med lika andelar på de två faserna. Endast deras riskkapitalinvesteringar via dotterbolagen är medtagna. Låneverksamheten ingår således inte.

<sup>43</sup> Intervju med Sjätte AP-fonden den 3 september 2013.



satsade ungefär hälften av sina investerade medel under perioden på företag i faserna start up och tidig tillväxt men att räknat i antalet företag som fick stöd upp gick andelen för dessa två faser till 83 procent.

**Figur 6.** Statliga aktörers nyinvesteringar i olika faser 2011–2012, exkl. 6 AP-fonden, procent<sup>44</sup>



Källa: Uppgifter från aktörerna, egna beräkningar. Vissa har lämnat uppgifter för delar av 2013.

Med detta i åtanke kan vi ändå konstatera att en relativt stor del av det offentliga riskkapitalet investerats i de delar av riskkapitalmarknaden där de privata aktörerna är mest verksamma och i företag som kommit en bra bit i sin utveckling. Regeringen har konstaterat att bristen på kapital är särskilt stor i fasen efter tidig såddfinansiering men innan företagen når marknaden.<sup>45</sup> Det är emellertid en begränsad del av det offentliga kapitalet som når det segmentet. Företag i såddfasen erhöll bara 0,2 procent av det statliga riskkapitalet under den studerade perioden enligt Riksrevisionens inhämtade uppgifter. Det får betecknas som extremt lågt.<sup>46</sup> Aktörerna agerar i enlighet med de uppdrag regering/stiftare/styrelse givit dem och samverkar med privata aktörer medan uppdragen genom just kraven på samverkan inte är i linje med målbilden om att nå företag i tidiga faser.

<sup>44</sup> Företrädare för Regeringskansliet har framhållit att fördelningen av *antalet* investeringar per fas, vilket inte ingår i figuren, skulle ge en annan bild med större andel investeringar i tidiga faser.

<sup>45</sup> Prop. 2009/10:148, *Företagsutveckling – statliga insatser för finansiering och rådgivning*, sid 16.

<sup>46</sup> Våra förfrågningar om nyinvesteringar visar på lägre andel offentligt kapital till såddfasen än vad Tillväxtanalys (2013b) studie visar. Vi har bara tagit hänsyn till de 6 största statliga aktörerna medan Tillväxtanalys analyserar fler aktörer.

Det kan vara svårt att agera tillsammans med privata aktörer på marknadsmässiga villkor i de tidigaste faserna där osäkerheten och riskpremien är som störst. Privata aktörer investerar företrädesvis i mer utvecklade företag som har färdiga produkter och positivt kassaflöde, även om de även investerar i tidiga faser. Detta kan tolkas som att det har skett en dragning bland offentliga aktörer mot faser där företagen är mer utvecklade, riskpremien lägre och den förväntade avkastningen högre. Svensson har i en rapport noterat att många statliga fondstyrelser velat undvika förluster vilket medfört att fonderna investerat i företag som befunnit sig i senare faser.<sup>47</sup>

En fråga i sammanhanget är i vilken utsträckning de statliga insatserna når hela den potentiella målsatta gruppen av företagare – nya, små och medelstora företag som inte kan finansiera sig på den privata marknaden – när de har samverkanskrav. Självfallet ska företag som saknar bärkraft inte finansieras men om kravet är att staten ska saminvestera på marknadsmässiga villkor finns det uppenbara risker för att inte heller potentiellt bärkraftiga, om än riskabla, företag erhåller någon finansiering. Svenskt Näringsliv har genomfört en enkät där 26 procent av företagarna med mindre än 50 anställda anser att svårigheten att finansiera en expansion utgjort ett problem.<sup>48</sup> I kapitel 2 konstaterades att det privata riskkapitalet varierade kraftigt över tid och mellan segment. Ett krav på matchning av privat kapital kan därmed innebära att det statliga kapitalet tvingas följa med i det privata kapitalets svängningar.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att kraven på samarbete med privata aktörer kan medföra en dragning mot att investera i senare faser. Almi Invest visar dock att det är möjligt att investera i företagets tidiga utveckling, bolaget är den statliga aktör som är mest inriktad på företag i tidiga faser. Hela 68 procent av deras nyinvesteringar under den undersökta perioden gick till start up-fasen, vilket är mer än dubbelt så hög andel som någon annan statlig aktör redovisar. Därtill gick 27 procent av Almi Invests nyinvesteringar till företag i tidig tillväxtfas. Räknat i procent av *antalet* nyinvesteringar uppgick motsvarande siffror till 78 respektive 20 procent.

---

<sup>47</sup> Svensson R. (2011).

<sup>48</sup> Svenskt näringsliv (2013) Notera att frågan gällde finansiering generellt och inte specifikt riskkapital.

## 4.2 Finns det indikationer på undanträngning av privat riskkapital?

Kravet på samverkan med privata aktörer innebär förenklat att de offentliga aktörerna måste befinna sig i utkanten av, eller i de segment där de privata investerarna är beredda att gå in. Detta reser frågan i vilken utsträckning de statliga insatserna utgör ett komplement till de privata aktörerna eller istället tränger ut dem.

Det finns vad vi kunnat utröna inga svenska studier av huruvida de statliga riskkapitalaktörerna uppnår målet om att vara marknadskompletterande. I en bred internationell studie dras slutsatsen att det inte finns några empiriska belegg för att statliga riskkapitalbolag tränger undan privata VC-bolag på ett systematiskt sätt.<sup>49</sup> Det finns enligt samma studie vissa indikationer på att statliga och privata riskkapitalbolag är komplement snarare än substitut. En annan studie pekar emellertid på att den Europeiska investeringsfonden, omfattande 2 miljarder euro, inte haft någon effekt på det samlade kapitalutbudet; när det offentliga kapitalutbudet ökade i en sektor ledde det till en motsvarande nedgång av privat kapital.<sup>50</sup>

Flera statliga aktörer, främst Sjätte AP-fonden, investerar i relativt utvecklade eller mogna företag. Flera av de vi intervjuat ansåg att det fanns en dragning hos statliga aktörer att "sträva efter att göra bra affärer", vilket innebar att de rör sig i samma områden som de privata aktörerna och att det finns risk för undanträngning. Det konstaterades vidare att det fanns exempel på att statliga aktörer investerat i bolag som "alla" privata tackat nej till. Den synpunkten framfördes som kritik men kan även tolkas som att den statliga aktören fyllde en marknadskompletterande funktion.

I en rapport noteras att en stor del av det statliga venture-kapitalet opererar i allt senare faser och att det medför att statlig VC-verksamhet i expansions- och mognadsfas är undanträngande.<sup>51</sup>

Våra intervjuer indikerar att de statliga aktörerna till en mindre del gör investeringar som riskerar att tränga undan privata investerare men att de företrädesvis utgör ett komplement. Det finns en psykologisk effekt som gynnar samägande. Det är väl bevittnat att det är enklare att finna nya investerare om en redan är uppbunden. Risker kan uppfattas som lägre om någon annan bedömt dem och funnit dem acceptabel. Det andra alternativet är att investeringar kan bli av då flera aktörer är beredda att ta en delad och därmed mindre risk i lägen då ingen av dem är villig att ta hela risken.

<sup>49</sup> Brander J., Du Q. och Hellman T. (2012).

<sup>50</sup> Da Rin, M., G. Nicodano och A. Sembeneli, (2006).

<sup>51</sup> Svensson R. (2011).

Sammanfattningsvis går det inte att empiriskt belägga i vilken utsträckning de statliga insatserna trängt ut privata aktörer. Det faktum att en ansenlig del av det statliga riskkapitalet investeras i senare faser är dock en indikation på att det finns en undanträngningseffekt, även om dess storlek är oklar.

## 4.3 Systemet kan bli effektivare

### 4.3.1 Ett komplicerat system med risk för överlappning

En synpunkt som framförts under våra intervjuer är att det finns för många statliga aktörer. På en mer övergripande nivå konstaterar OECD att det finns ”cirka 20 stora myndigheter som stödjer forskning och innovation. Det är svårt att hitta ett så trångt organisatoriskt landskap i jämförbara länder, åtminstone på nationell nivå”.<sup>52</sup> Vidare noterar OECD att en oroande aspekt är att de olika aktörernas ansvarsområden visar på en betydande överlappning. OECD:s synpunkter handlar om hela systemet för företagsfinansiering och innovationspolitik medan vår granskning är begränsad till statligt riskkapital. Icke desto mindre finns en liknande argumentation även för detta segment.

Figur 4 i kapitel 3 är en indikation på att de statliga insatserna för riskkapital är svåröverskådliga. Tillväxtanalys konstaterade nyligen att ”många aktörer ansvarar för statliga kapitalförsörjningsinsatser, och det saknas en god överblick över dessa”.<sup>53</sup> Andra bedömare har kommit fram till liknande slutsatser.<sup>54</sup> Bristen på samordning mellan de statliga stöden och aktörerna har också kritiserats.<sup>55</sup> Därtill finns det tecken på en överlappning. Två av de sex huvudsakliga aktörerna är specialiserade på Norrland som svarar för 12 procent av folkmängden i Sverige. I regionen återfinns även Almi Invest med ett par regionala fonder. Fouriertransform har en inriktning som överensstämmer med ett av Industrifondens affärsområden.

Näringsdepartementet förde under hösten 2010 dialog med Norrlandsfonden, Almi Moderbolag och Industrifonden om behovet av riskkapital i norra Sveriges inland och konstaterade: ”Deras analys är tämligen samstämmig: de nya strukturfondsstöttade riskkapitalfonderna innebär att det för tillfället finns relativt gott om riskkapital i norra Sveriges inland. Huvudutmaningen för dem just nu är att hitta investeringsobjekt”.<sup>56</sup> Icke desto mindre bildades Inlandsinnovation med inriktning på stödområde A, dvs norra Sveriges inland.

<sup>52</sup> OECD (2013), egen översättning.

<sup>53</sup> Tillväxtanalys (2013b).

<sup>54</sup> McKinsey & Company (2011).

<sup>55</sup> Svensson R. (2011).

<sup>56</sup> Näringsdepartementet (hösten 2010, odaterat) PM, Finansieringsbehov i norra Sveriges inland (Årsakt för Inlandsinnovation).

Enligt Almi Invest kolliderar statliga aktörer både när det gäller företagsfaser och regioner. De anser också att det borde finnas gemensamma principer för bolagsvärdering och aktieägaravtal från olika offentliga aktörer. Detta är särskilt ett problem när två offentliga aktörer tillsammans är ägare och når över 50 procent av aktiekapitalet i ett portföljbolag. Marknaden förväntar sig en gemensam syn från det offentliga.<sup>57</sup>

En viss överlappning kan vara stimulerande för konkurrensen. Större överlappningar leder dock sannolikt till ineffektivt användande av resurserna och/eller högre sammanlagda kostnader. Tillväxtanalys konstaterar att "det saknas idag gedigen och robust kunskap om effekter av de olika insatserna".<sup>58</sup>

#### 4.3.2 *Nuvarande former för kapitaltillskott leder till stora likviditetsreserver*

Beroende på verksamheternas karaktär och inriktning har de statliga riskkapitalaktörerna olika behov av likviditet för att kunna hantera sina uppdrag. Utan att analysera behoven närmare kan vi konstatera att det har utvecklats en praxis när nya offentliga fonder startas som innebär att staten skjuter till ett stort initialt kapital. Efter det initiala kapitaltillskottet kan det sedan ta många år att hitta lämpliga portföljbolag att investera i. Detta tillvägagångssätt kan kontrasteras mot hur det går till i privata riskkapitalfonder, där institutionella placerare utfäster kapital som inte betalas ut förrän de faktiska investeringarna görs. Istället använder placerarna kapitalet där det gör bättre nytta eller anskaffar det när det behövs. Förvaltare av privata riskkapitalfonder har därför inte samma likviditet för framtida investeringar som de statliga aktörerna har.

Flera av de statliga bolagen och stiftelserna med riskkapitalverksamhet har hög likviditet. Inlandsinnovation och Fouriertransform är fortfarande relativt nystartade, vilket bidrar till att endast 10 respektive 27 procent av det egna kapitalet är sysselsatt i investeringar i portföljbolag (september 2013).<sup>59</sup> Men även Industrifonden, med en betydligt längre historia, har hög likviditet. Fonden har som målsättning att minst hälften av det egna kapitalet ska vara investerat i företag. För närvarande (oktober 2013) är cirka 50 procent av kapitalet investerat i företag. Norrlandsfonden som primärt sysslar med toplån behöver inte ha hög likviditet, medan de regionala fonder som administreras av Almi Invest har investerat cirka 60 procent av den totala kapitalbasen (inkl. finansiering från EU:s regionalfond).

Vid slutet av 2012 hade de största statliga riskkapitalbolagen och stiftelserna på koncernnivå sammanlagt cirka 15 miljarder kronor i kortfristiga placeringar och annat kapital som inte direkt var sysselsatt i finansieringsverksamheten. Räknar man bort Sjätte AP-fonden och de aktörer som till största delen

<sup>57</sup> Intervju med Almi Invest 5 september 2013.

<sup>58</sup> Tillväxtanalys (2013a).

<sup>59</sup> Avser bokförda värden.

sysslar med lånefinansiering (Almikoncernen och Norrlandsfonden) uppgår beloppet till cirka 6,5 miljarder kronor.<sup>60</sup> Dessa pengar förvaltas i allmänhet av externa förvaltare och placeras exempelvis i räntebärande papper och noterade aktier. Förvaltningskostnaden för dessa volymer är låg. Exempelvis betalar Fouriertransform cirka 0,05 procent i avgift för sin förvaltning.<sup>61</sup>

En faktor att ta hänsyn till i sammanhanget är att staten har en upplåningskostnad för nya kapitaltillskott som inte är oväsentlig på lång sikt. Om vi i ett enkelt räkneexempel applicerar Industrifondens 50-procentsmål för sysselsatt kapital på det totala statliga kapital som finns tillgängligt för riskkapitalinvesteringar, knappt 10 miljarder kronor exklusive Sjötte AP-fonden, så ska staten i genomsnitt ha cirka 5 miljarder kronor i likviditet för riskkapitalinvesteringar. Riksgäldens upplåningskostnad i termer av genomsnittlig emissionsränta var knappt 3 procent under den senaste femårsperioden, vilket ger en årlig upplåningskostnad för likviditetsbehovet på knappt 150 miljoner kronor.

Eftersom de statliga aktörerna får avkastning på sin likviditetsreserv, så spelar den extra upplåningskostnaden inte så stor roll. Däremot kan man av principiella skäl ifrågasätta att staten lånar upp pengar avsedda för riskkapitalinvesteringar i onoterade bolag, men som istället används för andra placeringar och därmed utsätts för risk på kapital- och räntemarknaderna. Kostnaden för staten blir också större än om kapital förs över i takt med att investeringarna genomförs. Med nuvarande regelverk är det inte möjligt att använda den privata modellen för kapitaltillskott eftersom det skulle innebära att varje nytt investeringsbeslut skulle påverka statens lånebehov. Det finns därför anledning att vid eventuella statliga kapitaltillskott överväga en lösning där medel som riksdagen beslutat om betalas ut i takt med att behovet uppstår, exempelvis genom avtal om utfästelser mellan huvudmännen (via Riksgälden eller Kammarkollegiet) och respektive aktör.

#### 4.3.3 *Är administrationskostnaderna rimliga?*

Industrifonden har ett mål att gemensamma kostnader ska motsvara högst 2,5 procent av totala tillgångar. Därutöver har EU:s regionalfond ett krav att de regionala riskkapitalfondernas förvaltningskostnader ska uppgå till högst 3 procent av fondernas kapitalbas. I övrigt finns det inga kostnadseffektivitetsmål för de statliga riskkapitalaktörerna.

I den översyn av statliga riskkapitalaktörer som McKinsey gjorde på uppdrag av Näringsdepartementet 2011 uppskattades att de jämförda aktörernas förvaltningskostnader totalt uppgick till 410 miljoner kronor 2010. Det motsvarade

<sup>60</sup> Inklusive innehav i noterade bolag och långfristiga placeringar som inte är direkt relaterade till finansieringsverksamhet.

<sup>61</sup> E-post från Fouriertransform, 27 september 2013.

2,7 procent av totalt förvaltad kapital och 5,0 procent av totalt investerat kapital. I rapporten görs en jämförelse med en industrinorm för privata aktörer om cirka 1 procent för lånekapital och cirka 2 procent för ägarkapital. McKinsey ger två förklaringar till den högre kostnadsnivån för statliga aktörer: dels krävs det mer resurser relativt investerat kapital i tidiga faser, dels har de sex jämförda statliga aktörerna flera uppsättningar av ledningar, stödfunktioner och kontorsnät.

I tabellen nedan har vi gjort en sammanställning av kostnader i förhållande till totalt kapital respektive investerat kapital för år 2012. Sammanställningen bör tolkas med försiktighet och med hänsyn till de olika aktörernas särdrag. Exempelvis beror de relativt modesta kostnaderna i förhållande till totalt kapital hos nystartade Fouriertransform och Inlandsinnovation på att dessa ännu hade relativt stor andel kapital som inte investerats i portföljbolag. Detta återspeglas av att kostnaderna i förhållande till investerat kapital var betydligt högre. I förhållande till totalt kapital fanns de lägsta kostnaderna hos Sjätte AP-fonden och de högsta hos Almi Invests regionala fonder och f.d. Innovationsbron. Tänkbara förklaringar till detta är att Sjätte AP-fonden har stora investeringar i fonder samt till skillnad från Almi förlägger en stor andel av sina investeringar till sena faser och med större belopp per investering, vilket inte kräver lika mycket resurser.

**Tabell 8.** Rörelsekostnader i procent av totalt kapital respektive investerat kapital samt per anställd 2012 (bokförda värden, kostnader exklusive finansiella poster)

	Totalt kapital, TK (mdkr)	Investerat kapital, IK (mdkr)	Rörelsekostnader, RK (mkr)	RK/TK, %	RK/IK, %	Antal anställda	RK/anställd, mkr
Almi Invest <sup>a</sup>	1,1	0,6	35	3,2	5,5	24	1,5
Innovationsbron <sup>b</sup>	0,6	0,4	40	7	10	22	1,8
Fouriertransform	3,0	0,5	55	1,8	11,4	11	5,0
Inlandsinnovation	2,0	0,1	31	1,5	40,0	5	6,2
Industri-fonden <sup>c</sup>	3,5	1,2	88	2,5	7,2	31	2,8
6:e AP-fonden	20,3	13,6	137	0,7	1,0	31	4,4
Norrlands-fonden	1,4	0,0	24	1,7	3,0 <sup>d</sup>	15	1,6

<sup>a)</sup> Avser regionala fonder som administreras av Almi Invest.

<sup>b)</sup> En stor del av uppdraget är anslagsfinansierat och avser inkubationsverksamhet.

<sup>c)</sup> Brutet räkenskapsår. Siffrorna avser bokslutet i juni 2013.

<sup>d)</sup> Avser kostnader som andel av lånefordringar, garantiätaganden och innehav i riskkapitalbolag.

Källa: Årsredovisningar, Almi Invest, Industriefonden, Norrlandsfonden och egna beräkningar.

Tabellen visar också kostnader per anställd. Även här finns det anledning att tolka siffrorna med försiktighet. Exempelvis hade Inlandsinnovation övriga externa kostnader som stod för nära 70 procent av de totala kostnaderna, vilket beror på höga initiala konsultkostnader.<sup>62</sup>

Förvaltningskostnaderna varierar således en hel del mellan de olika statliga aktörerna. Eftersom aktörerna delvis har olika inriktning och befinner sig i olika skeden är det svårt att dra några generella slutsatser om kostnadernas storlek. I den här typen av verksamhet finns inte något yttre konkurrenstryck som säkerställer att kostnaderna är på en rimlig nivå. För att kunna avgöra vad som är en rimlig kostnadsnivå behövs därför en individuell bedömning av verksamheten hos respektive aktör. Sådana bedömningar kan med fördel användas till att utforma specifika kostnadseffektivitetsmål för de olika verksamheterna. I nuläget är det endast Industrifonden och de regionala fonderna (via EU-krav) som har sådana mål.

#### 4.3.4 *Regionala och sektorsvisa begränsningar slår mot det generella målet att förbättra företagens tillgång till riskkapital*

Flera av de personer vi har intervjuat inom den privata sektorn menar att staten inte har en genomtänkt strategi för hur tillgången på riskvilligt kapital ska organiseras. Dagens system har växt fram under en längre tid och de olika delarna, dvs de offentliga aktörerna, har varit politiska svar på olika händelser och kan enligt flera intervjuade beskrivas som ett ineffektivt lapptäcke. Per Strömberg, professor i finansiell ekonomi och föreståndare för Swedish House of Finance, anser att regeringen gjorde alla tänkbara misstag när de bildade de senaste tillskotten i floran av statliga aktörer, Fouriertransform och Inlandsinnovation, om målet var att skapa ett effektivt system för företagsfinansiering. OECD drar en liknande slutsats om än uttryckt i mer diplomatiska termer.<sup>63</sup> I en rapport om statligt riskkapital konstateras att venture capital inte skapar tillväxt utan dras till tillväxtregioner och att forskningen visar ”att stora satsningar i regioner som släpar efter och har dåliga förutsättningar för innovationer och entreprenörskap förmodligen är det sämsta en regering kan göra”.<sup>64</sup>

En allmän utgångspunkt utifrån det akademiska perspektivet är att fonder inte ska begränsas för mycket vad gäller industri och geografi i sitt investeringsmandat då det riskerar att försämra effektiviteten i resursallokeringen och reducera de samhällsekonomiska effekterna i termer av sysselsättning, tillväxt och skatteintäkter. Den synen står i bjärt kontrast till de motiv som legat bakom bildandet av de offentliga riskkapitalaktörerna som ofta utgått ifrån en

<sup>62</sup> Intervju 19 september 2013.

<sup>63</sup> OECD (2013).

<sup>64</sup> Svensson R. (2011), s. 31.



problembild i en region eller en sektor. Nuvarande situation är att de offentliga aktörerna har begränsningar från ägaren eller stiftaren av olika slag.

De mest snäva begränsningarna har de senaste tillskotten haft. Fouriertransform skulle ursprungligen investera enbart inom fordonssektorn och Inlandsinnovation inom stödområde A. Bägge har efter hand fått vidgade mandat. Sjätte AP-fonden och Industrifonden har ganska vida mandat.

**Tabell 9.** Begränsningar av investeringsfältet

Aktör	Begränsningar
Almi Invest	Regionala fonder, kapital kan inte föras mellan fonder till de regioner där efterfrågan är störst
Fouriertransform	Inledningsvis fordonsindustrin, sedermera utvidgat till hela tillverkningsindustrin samt närliggande tjänster
Industrifonden	Svensk anknötning
Inlandsinnovation	Inledningsvis stödområde A, sedermera utvidgat till hela Norrland samt Värmland och Dalarna
Norrlandsfonden	Norrland
Sjätte AP-fonden	Nordiska onoterade företag och fonder (styrelsens begränsning)

Det råder således en konflikt mellan det mer generella målet om att förbättra finansieringen för små och nya företag på ett allmänt plan och de mer specifika målen om att förbättra finansieringen i vissa regioner/sektorer.

Regeringens utgångspunkt för statliga insatser för att främja företagsutveckling är att staten vill kompensera för brister i marknadens funktionssätt som kan hämma näringslivets utvecklingsmöjligheter och därmed konkurrenskraften.<sup>65</sup> Det är en generell utgångspunkt som inte återspeglas i organiseringen av det statliga riskkapitalet. Tvärtom har systemet stora inslag av begränsningar för enskilda aktörer.

En frågeställning som flera, såväl statliga som privata, aktörer tagit upp i våra intervjuer är huruvida bristen på kapital verkligen är en viktig faktor bakom en svag företagsutveckling i t.ex. Norrland som två av sex statliga aktörer ska inrikta sin verksamhet på. En lokal marknad och en väl fungerande infrastruktur, inklusive ett brett utbud av olika tjänster, är viktiga faktorer när ett företag startas. Tillförsel av kapital gör enligt våra respondenter begränsad nytta om inte övriga beståndsdelar finns på plats. Kapitalförsörjning kan inte betraktas som en separat fråga utan måste vara en komponent i ett vidare sammanhang.

<sup>65</sup> Prop. 2009/10:148 *Företagsutveckling – statliga insatser för finansiering och rådgivning.*

Många riskkapitalaktörer poängterar vidare vikten av att bidra med kompetens utöver kapital. Företag som står inför ett nytt utvecklingssteg, t.ex. att börja exportera sin produkt/tjänst, möter nya utmaningar som kan komma att kräva en kompetens som inte behövts tidigare. Ett sådant steg kräver inte bara mer kapital utan ofta även mer kompetens. Även om företaget kan söka en sådan kompetens på egen hand kan det vara en stor fördel för såväl investeraren som företaget om riskkapitalbolaget kan tillhandahålla den kompetens som saknas. Många riskkapitalister, såväl privata som statliga, har därför ett stort kontaktnät med erfarna personer som kan träda in och vara behjälpliga, företrädesvis genom att ta plats i styrelsen och där bidra med managementkunskande, branschspecifika erfarenheter och egna nätverk. Som noterades i avsnitt 2.4.1 efterfrågar majoriteten av de tillfrågade småföretagen att investeraren också ska bidra med kunskap och/eller nätverk.<sup>66</sup> Så kallat kompetent kapital bedöms av vissa som en bristvara i Sverige och dessa menar att staten borde stimulera framväxten av privata aktörer som kan tillhandahålla kompetent kapital.<sup>67</sup> Den hållningen bygger på ett antagande om att privata aktörer har bättre förutsättningar och incitament att förse företagen med extern kompetens än vad statliga aktörer har.

#### 4.4 Sammanfattande iakttagelser

Sammanfattningsvis noterar vi att det finns en inneboende målkonflikt i regeringens riktlinjer för statlig företagsfinansiering. Målkonflikten består i att de statliga aktörerna ska ha låga avkastningskrav samtidigt som parallella krav på samarbete med privata aktörer innebär att avkastningen för enskilda investeringar ska vara marknadsmässig. Vidare kan kraven på samarbete med privata aktörer medföra en dragning mot att investera i senare faser av företagets utveckling snarare än i tidiga faser där regeringen anser att de största behoven finns.

Det är inte möjligt att empiriskt belägga i vilken utsträckning de statliga insatserna trängt ut privata aktörer. Det faktum att en ansenlig del av det statliga riskkapitalet investerats i senare faser är dock en indikation på att det finns en undanträngningseffekt, även om dess storlek är oklar.

När det gäller systemets effektivitet förekommer det flera fall av överlappande verksamheter i de statliga insatserna för riskkapitalförsörjning. En annan aspekt på systemets effektivitet är att de nuvarande formerna för kapitaltillskott till de statliga aktörerna medfört att den samlade likviditeten i systemet är

<sup>66</sup> Svenskt näringsliv (2013).

<sup>67</sup> Graham Cope från Europeiska investeringsfonden var en stark förespråkare för en sådan inriktning, intervju 18 september 2013.

mycket hög och att staten därmed lånar upp kapital som under en längre tidsperiod används till kortsiktiga kapitalplaceringar istället för till avsedda riskkapitalinvesteringar i onoterade bolag. Kostnaden och risken för staten blir på detta sätt större än om kapitalet förs över i takt med att investeringarna genomförs. Om vi i ett räkneexempel antar att de statliga aktörerna sammanlagt har ett likviditetsbehov på 5 miljarder kronor (50 procent av totalt avsatt kapital för riskkapitalinvesteringar) blir den årliga upplåningskostnaden för denna reserv cirka 150 miljoner kronor.

När det gäller förvaltningskostnader är det svårt att dra generella slutsatser då aktörerna delvis har olika inriktning och befinner sig i olika skeden. För att kunna avgöra vad som är en rimlig kostnadsnivå behövs en individuell bedömning av verksamheten hos respektive aktör. Sådana bedömningar saknas och skulle kunna användas till att utforma specifika kostnadseffektivitetsmål för de olika verksamheterna.

Slutligen har flera offentliga aktörer fått begränsningar i investeringsinriktningen från ägaren eller stiftaren. Dessa medför att det uppstår en konflikt mellan det mer generella målet om att förbättra finansieringen för små och nya företag och de mer specifika målen om att förbättra finansieringen i vissa regioner och sektorer.



## 5 Slutsatser och rekommendationer

### 5.1 Ett medel – flera mål

Riksrevisionens övergripande slutsats är att det system för statlig riskkapitalförsörjning som utvecklats under årens lopp är svåröverskådligt och inte når de målsättningar på området som regeringen gett uttryck för. En generell akademisk utgångspunkt är att de största samhällsekonomiska effekterna i termer av tillväxt, sysselsättning och skatteinkomster skulle uppnås om de statliga riskkapitalaktörerna vore helt fria att allokera kapitalet. Riksrevisionens bedömning är att en sådan lösning sannolikt skulle leda till att företag i tidig utveckling skulle få en begränsad del av kapitalet. Någon form av styrning måste ske för att det målet ska uppnås. Regeringens faktiska styrning av de statliga riskkapitalaktörerna tycks emellertid inte i första hand vara inriktad på att kapitalet ska nå detta segment. Istället har regeringen lagt stor vikt vid att kapitalet ska allokeras till vissa geografiska områden och sektorer. Sammantaget svarar Inlandsinnovation, Fouriertransform och Almi Invest för uppemot 60 procent av totalt cirka 10 miljarder kronor i systemet. Sjätte AP-fonden inkluderas inte i detta och andra resonemang i Riksrevisionens slutsatser.

Begränsningar i investeringsmöjligheterna leder generellt till lägre effektivitet i allokeringen av kapital i termer av tillväxt, sysselsättning och skatteintäkter. Dessa inskränkningar har, tillsammans med kravet på samverkan med privata aktörer, bidragit till att det generella målet om att det finansiella gapet ska täckas tycks ha kommit i andra hand. Att använda ett medel, statligt riskkapital, för att nå flera mål som regional utveckling, sektoriell utveckling och samtidigt nå ett allmänt mål om att tillhandahålla kapital i det segment av marknaden som inte täcks tillfredsställande av privata aktörer förefaller överoptimistiskt. Riksrevisionens bedömning är att för att nå en bättre måluppfyllelse måste målsättningen och de olika aktörernas roller vara tydligare än vad som är fallet idag.

### 5.2 Samarbetskrav svårt att förena med statens marknadskompletterande roll

Riksrevisionen konstaterar att det finns en inneboende målkonflikt i regeringens riktlinjer för företagsfinansiering. Regeringen uttrycker i prop. 2009/10:148 att avkastningskravet på statliga marknadskompletterande

finansieringsaktörer ska sättas på en låg nivå. Samtidigt ska man när det gäller ägarkapital verka på lika villkor med privata aktörer, vilket i praktiken innebär marknadsmässiga avkastningsmål för enskilda investeringar. Vidare är målet att de statliga aktörerna ska inrikta sig på tidiga investeringsfaser och öka utbudet av riskkapital i de segment där privata aktörer inte tillfredsställer efterfrågan, samtidigt som de ska samarbeta med privata aktörer.

Riksrevisionen noterar att en relativt stor del av det offentliga riskkapitalet investeras i de delar av riskkapitalmarknaden där de privata aktörerna är mest verksamma och i företag som kommit en bra bit i sin utveckling. Regeringen har konstaterat att bristen på kapital är särskilt stor i faser efter tidig såddfinansiering men innan företagen når marknaden. Det är emellertid en begränsad del av det offentliga kapitalet som når det segmentet. Under den undersökta perioden erhöll företag i start up-fasen 27 procent av det statliga riskkapitalet från de statliga aktörer vi undersökt. Företag i såddfasen erhöll endast 0,2 procent.

Enligt Riksrevisionens bedömning agerar de statliga aktörerna i enlighet med sina uppdrag och samverkar med privata aktörer. Genom kraven på samverkan är emellertid uppdragen inte i linje med målbilden om finansiering i tidiga skeden. Kraven på samverkan med privata aktörer tycks ha inneburit att offentliga aktörer är mer aktiva i faser där företagen är mer utvecklade, riskpremien lägre och den förväntade avkastningen högre. I takt med att de privata aktörerna i allt större utsträckning inriktat sig på företag i senare utvecklingsfaser har förutsättningarna försämrats för de statliga aktörerna att finna privata aktörer i företagets tidiga faser att samverka med. Det är en utmaning för de statliga aktörerna att både samarbeta med privata aktörer och samtidigt försöka tillhandahålla kapital i segment där privata lösningar inte återfinns.

Det finns naturligtvis ett brett spektrum av politiska verktyg om staten vill öka tillgången på finansiering för nya och växande företag, såsom skattelättnader, bidrag, lån och garantier. Breda åtgärder som syftar till att skapa stabilare ramvillkor för näringslivet eller förbättrat humankapital för att öka efterfrågan på kapital ingår också i verktygslådan. Statliga insatser som syftar till att komplettera det utbud som den privata marknaden inte tillfredsställer går principiellt sett att dela in i två olika kategorier. Den ena omfattar statliga direktinvesteringar i mycket tidiga företagsskeden, där staten måste vara beredd på att kapitalet kan urholkas över tid.

Den andra kategorin utgörs av olika sätt att istället stimulera det privata kapitalet att orientera sig mot tidigare skeden. Detta kan antingen ske genom saminvesteringar med privata aktörer, genom indirekta statliga investeringar via privata fonder eller genom subventioner i form av avdrag eller garantier för privata investerare. Om staten vill stimulera investeringar i tidigare skeden genom att saminvestera eller investera i privata fonder, kan detta enligt

Riksrevisionen inte ske på samma villkor som för privata aktörer. Istället bör statens villkor anpassas till förmån för de privata investerarna för att dessa ska vara villiga att utsätta sig för högre risk. I teorin ska statens subvention till privata investerare (eller till portfölj företagen om staten gör egna direktinvesteringar) vägas upp av den samhällsekonomiska vinst som staten förväntar sig av affären. Detta behöver reflekteras i de statliga aktörernas uppdrag och målsättning.

### 5.3 Indikationer på att statligt kapital tränger ut privat

Det går inte att på empiriska grunder avgöra i vilken utsträckning statligt riskkapital tränger ut privat riskkapital men det finns indikationer på att så har skett. Riksrevisionen konstaterar att över 40 procent av det statliga kapitalet investeras i företag i expansionsfas och i mogna företag. Risken för undanträngning ökar ju mer de statliga aktörerna agerar på samma arena som de privata. Det faktum att vissa statliga styrelser velat undvika förluster i enskilda investeringar talar också för att det statliga kapitalet till viss del tränger ut privat kapital. Vi anser dock inte att vi har underlag för att ha en åsikt om storleksordningen på undanträngningseffekterna.

### 5.4 Effektivisering av de statliga insatserna

Utöver de övergripande synpunkterna som lämnats ovan har vi noterat några konkreta problem rörande effektiviteten i det statliga systemet för riskkapitalförsörjning.

#### 5.4.1 Otydliga roller medför överlappningar

Som framgår av kartläggningen i kapitel 3 förekommer flera fall av överlappande verksamheter i de statliga insatserna för riskkapitalförsörjning. Ett exempel på detta är att Fouriertransforms utökade mandat i stort sett motsvarar Industrifondens affärsområde Industrifinans. Ett annat exempel är att Inlandsinnovations geografiska mandat överlappar flera av de regionala fonder som administreras av Almi Invest samtidigt som Norrlandsfonden också står för andra former av finansieringslösningar inom samma region. Samordningen mellan de statliga aktörerna framstår som begränsad.

Ett par av de personer vi intervjuat anser att det är en fördel med pluralism, det vill säga att företag som söker kapital har flera statliga alternativ att vända sig till.<sup>68</sup> Andra menar att den statliga riskkapitalförsörjningen är ett alltför vildvuxet system och att ett mer effektivt sätt att åstadkomma pluralism –

<sup>68</sup> Intervjuer med Inlandsinnovation 19 september 2013 samt Fouriertransform 25 september 2013.

om detta eftersträvas – skulle vara att använda fond-i-fond lösningar, dvs att staten istället för att investera direkt i olika företag investerar indirekt via privata fonder.<sup>69</sup> Riksrevisionens bedömning är att systemet har byggts upp med olika utgångspunkter vid olika tillfällen, vilket har resulterat i dagens svåröverskådliga system. En allmän översyn av systemet skulle sannolikt leda till en annan ordning än dagens system med bättre förutsättningar att nå de mål som skulle vara utgångspunkten för en sådan översyn.

#### 5.4.2 *Onödigt hög likviditet*

Riksrevisionen kan konstatera att systemet med flera olika statliga aktörer som fått stora initiala kapitaltillskott av staten innebär att den samlade likviditeten i systemet är mycket stor. Sammanlagt har de olika enheterna som primärt ska syssla med riskkapitalinvesteringar i onoterade bolag cirka 6,5 miljarder kronor allokerat till kortfristiga kapitalplaceringar som en likviditetsreserv för den ordinarie verksamheten. Det gäller framförallt de senast skapade fonderna, Fouriertransform och Inlandsinnovation. Om vi i ett räkneexempel antar att de statliga aktörerna sammanlagt har ett likviditetsbehov på 5 miljarder kronor (50 procent av totalt avsatt kapital för riskkapitalinvesteringar) blir den årliga upplåningskostnaden för denna reserv cirka 150 miljoner kronor.

Det skulle enligt Riksrevisionens bedömning vara mer kostnadseffektivt och innebära en effektivare hushållning med statens medel att låna upp och tillföra eventuella nya kapitaltillskott i takt med att kapitalbehovet uppstår, dvs när de statliga aktörerna genomför sina investeringar. Rent budgettekniskt är detta inte genomförbart idag eftersom varje nytt investeringsbeslut skulle påverka statens lånebehov. En nyordning förutsätter därför regelförändringar.

#### 5.4.3 *Svårt att värdera administrationskostnader*

Administrationskostnaderna varierar en hel del mellan de olika statliga aktörerna och det är svårt att dra generella slutsatser om detta eftersom aktörerna delvis har olika inriktning och befinner sig i olika skeden. Riksrevisionen konstaterar att det är nödvändigt med en individuell bedömning av verksamheten hos respektive aktör för att kunna avgöra om kostnadsnivån är rimlig. Endast Industrifonden och det ägarkapital som Sverige investerar inom ramen för EU:s strukturfondsprogram har idag kostnadseffektivitetsmål. Riksrevisionen anser att samtliga statliga riskkapitalaktörer bör ha specifika mål för förvaltningskostnadernas storlek utifrån den verksamhet som bedrivs.

<sup>69</sup> Intervju med Per Strömberg, professor i finansiell ekonomi och föreståndare för Swedish House of Finance, 20 september 2013.



## 5.5 Rekommendationer

- Regeringen rekommenderas att ompröva systemet med statligt riskkapital och bli tydligare med vad systemet ska åstadkomma och formerna för detta. I detta sammanhang bör regeringen:
  - Överväga antalet statliga riskkapitalaktörer och tydliggöra de olika aktörernas inbördes roller så att riksdagens intentioner uppfylls för å ena sidan allmän företagsfinansiering och å andra sidan regional- och sektorpolitik.
  - Anpassa de statliga riskkapitalaktörernas villkor i saminvesteringar eller investeringar i privata fonder, så att de privata aktörerna får incitament att orientera sig mot tidigare företagsskeden.
- För att säkra en kostnadseffektiv verksamhet bör regeringen, direkt eller indirekt via styrelserna, införa specifika mål för förvaltningskostnadernas storlek för de olika statliga riskkapitalaktörerna.
- Om regeringen önskar utfästa nytt kapital till befintliga eller kommande fonder bör detta lösas så att kapitalet tillförs i takt med att investeringsbehovet uppstår.



## Källförteckning

- Almi Företagspartner AB (2013), *Årsredovisning 2012*
- Bet. 2009/10:NU25, *Företagsutveckling – statliga insatser för finansiering och rådgivning*
- Bet. 2004/05:NU16, *Transparensdirektivet och vissa övriga konkurrenspolitiska frågor*
- Brander J., Du Q. och Hellman T. (2012), *The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence*
- Da Rin, M., G. Nicodano och A. Sembeneli, (2006), *Public Policy and Creation of Active Venture Capital Markets*, *Journal of Public Economics* 90, 1699–1723
- Tillväxtverket/Ramböll Följeforskning 2012 – *Regionala riskkapitalfonder*, rapport 0149
- Fouriertransform AB (2013), *Verksamheten 2012*
- Fouriertransform AB (2013), *Årsredovisning för räkenskapsåret 1.1 – 31.12 2012*
- Förordning (SFS 2012:872) om statlig finansiering genom regionala utvecklingsbolag
- Gompers and Lerner (1998). *What Drives Venture Capital Fundraising?* *Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics*, juli, 149–204
- Industrifonden (2013), *Årsredovisning 2012-13*
- Inlandsinnovation AB (2013), *Årsredovisning 2012*
- Inlandsinnovation AB (2013), *Delårsrapport Q2, halvårsrapport 2013*
- McKinsey & Company (2011) *Översyn av statliga riskkapitalaktörer*
- Norrlandsfonden (2013), *Årsredovisning och hållbarhetsredovisning 2012*
- OECD (2013), *Reviews of Innovation Policy: Sweden 2012*
- Prop. 2009/10:148, *Företagsutveckling – statliga insatser för finansiering och rådgivning*
- Prop. 2011/12:1, *Budgetpropositionen för 2012*
- Prop. 2011/12:99, *Vårändringsbudget för 2012*
- Prop. 2012/13:99, *Vårändringsbudget för 2013*

- Prop. 2013/14:1, *Budgetpropositionen för 2014*
- Sjätte AP-fonden (2013), *Årsredovisning 2012*
- Skrivelse 2010/11:74, *Redovisning av inriktningen av verksamheten hos Inlandsinnovation*
- SOU 1981:72, *Den svenska industripolitiken under 1970-talet*
- SOU 2008:121, *Innovationer och företagande – Sveriges framtid*
- SOU 2012:41 *Innovationsstödjande verksamheter vid universitet och högskolor*
- SOU 2013:6, *Delbetänkande av Finanskriskommittén, Att förebygga och hantera kriser*
- Svenskt näringsliv (2013) *Riskkapitalförsörjning i små och medelstora företag – utbud eller efterfrågan?*
- Svensson R. (2011), *Ekonomisk Debatt nr 7 2011, Statligt venture capital i stort behov av omstrukturering*
- Söderblom A. (2012) *The current state of the venture capital industry*, Näringspolitiskt Forum Rapport #2
- Tillväxtanalys (2012), *Staten och riskkapitalet, Delrapport 1: Metodbeskrivning och kunskapsöversikt*
- Tillväxtanalys (2013a) *Utvärdering av statliga kapitalförsörjningsinsatser: sammanfattning av projektplan*
- Tillväxtanalys (2013b), *Riskkapitalmarknaden i Sverige 2013*
- Tillväxtverket (2011), *Företagens villkor och verklighet 2011*
- Ägaranvisning för Almi Företagspartner AB

## Intervjuade personer

### **Almi Invest**

Jan Bengtsson

Tomas Nygren

### **Creandum**

Staffan Helgesson

### **Europeiska Investeringsfonden**

Graham Cope

### **Fouriertransform**

Lars-Olof Gustavsson

Per Nordberg

### **Företagarna**

Lars Ilmoni

Lars Jagrén

### **Sveriges inkubatorer och science parks**

Magnus Lundin

### **Industrifonden**

Claes de Neergaard

### **Inlandsinnovation**

Martin Olauzon

Gunnar Olofsson

Leif Zetterberg

### **Institute for Financial Research**

Per Strömberg

### **Norrlandsfonden**

Lars-Olov Söderström

### **Northzone**

Hans Otterling

**Näringsdepartementet**

Thomas Bengtsson

Henrik Levin

Mattias Moberg

**Sjätte AP-fonden**

Ulf Lindquist

Karl Swartling

**STING (Stockholm Innovation & Growth)**

Pär Hedberg

**Svenska riskkapitalföreningen**

Isabella de Feudis

Gabriel Urwitz

**Svenskt Näringsliv**

Anders Bornefalk

Jonas Frycklund

**Tillväxtanalys**

Sofia Avdeitchikova

Johan Harvard

## Bilaga 1. Ordlista

### **Affärsängel**

En privat investerare som bidrar med finansiering och affärskompetens, vanligen till företag i tidiga skeden.

### **Buyout**

Majoritetsinvesteringar, ofta kombinerat med lånat kapital, i mogna företag.

### **Direktinvesteringar**

Investeringar direkt i ett företags egna kapital.

### **Expansion**

Fas där företaget växer och är i behov av ytterligare kapital för att finansiera ökad produktionskapacitet, marknads- och produktutveckling. Företaget kan ha nått en nivå där man gör nollresultat eller genererar vinst.

### **Fond-i-fond**

En fond som innehåller andelar i andra fonder.

### **Företagsfaser**

Faser i ett företags utveckling.

### **Investeringsfaser**

Med investeringsfaser avses i rapporten investeringar i olika företagsfaser.

### **Portföljföretag**

Det företag som riskkapitalister investerar i, dvs som ingår i investerarens portfölj.

### **Private equity**

Tidsbegränsade investeringar i onoterade bolag, vanligen med aktivt ägarengagemang. Private equity omfattar både venture capital och buyout capital.

### **Riskkapital**

Med riskkapital avses i rapporten det som på engelska kallas private equity, dvs tidsbegränsade investeringar i onoterade bolag, vanligen med aktivt ägarengagemang.

Egentligen är riskkapital ett vidare begrepp som avser alla investeringar i eget kapital, dvs även i börsnoterade företag. Riskkapital är alltså egentligen detsamma som ägarkapital. Den som tillför riskkapital blir delägare i ett företag.

### **Start up**

Företagsfas med produktutveckling och inledande marknadsföring. Företaget har precis startat eller bara varit igång ett kort tag. Företagets produkter har vanligen inte lanserats kommersiellt.

### **Sådd**

Företagsfas med forskning, bedömning och utveckling av ett initialt koncept innan företaget har nått start up-fasen.

### **Tidig tillväxt**

Fas där företaget har avslutat produktutvecklingen och behöver ytterligare kapital för att inleda eller utveckla kommersiell tillverkning och försäljning. Företaget genererar ofta inga vinster.

### **Venture Capital (VC)**

Minoritetsinvesteringar i tidiga skeden av ett onoterat företags utveckling. Jämför Buyout-investeringar som avser majoritetsinvesteringar i mogna företag. Venture capital utgör en delmängd av private equity.



## Tidigare utgivna rapporter från Riksrevisionen

Alla Riksrevisionens tidigare utgivna rapporter finns tillgängliga på [www.riksrevisionen.se](http://www.riksrevisionen.se)

2012	2012:1	Klimatrelaterade skatter – Vem betalar?
	2012:2	Svensk klimatforskning – Vad kostar den och vad har den gett?
	2012:3	DO och diskrimineringsfrågorna
	2012:4	Att styra självständiga lärosäten
	2012:5	Besparingar i försvarets materielförsörjning. Regeringens genomförandegrupp 2008
	2012:6	Regelförenkling för företag – regeringen är fortfarande långt från målet
	2012:7	Infrastrukturplanering – på väg mot klimatmålen?
	2012:8	Citybanans regionala medfinansiering
	2012:9	Effektivitetsmätning som metod för att jämföra arbetsförmedlingskontor
	2012:10	Statens försäljningar av apotek
	2012:11	Den nordiska stridsgruppen – Nordic Battlegroup 2011
	2012:12	Tandvårdsreformen 2008 – når den alla?
	2012:13	Skattekontroll av företag – urval, volymutveckling och uppföljning
	2012:14	Trafikverkets upphandling av vägar och järnvägar – leder den till hög produktivitet?
	2012:15	Staten på spelmarknaden – når man målen?
	2012:16	Vem tar ansvar? – Statens tillsyn av information på tjänstepensionsmarknaden
	2012:17	Godkänd? – Skolinspektionens prövningar av ansökningar från enskilda som vill bli skolhuvudmän
	2012:18	Bemanningen av marinens och flygvapnets stående insatsförband
	2012:19	SBAB – mervärde, mångfald och konkurrens?
	2012:20	Statens insatser inom ambulansverksamheten
	2012:21	Statens satsningar på transportinfrastruktur – valuta för pengarna?
	2012:22	Mer att förenkla! Administration i strukturfondsprojekt
	2012:23	Början på något nytt – Etableringsförberedande insatser för asylsökande

- 2012:24 Regeringens redovisning i budgetpropositionen för 2013  
– tydlig och transparent?
- 2012:25 Den kommunala ekonomin och hållbara offentliga finanser
- 2012:26 Etablering genom företagande – är statens stöd till företagare  
effektiva för utrikes födda?
- 2012:27 Utsläppshandel för att begränsa klimatförändringen – fungerar det?
- 2013 2013:1 Svensk rymdverksamhet – en strategisk tillgång?
- 2013:2 Statliga myndigheters skydd mot korruption
- 2013:3 Staten på elmarknaden – insatser för en fungerande elöverföring
- 2013:4 Mer patientperspektiv i vården – är nationella riktlinjer en metod?
- 2013:5 Staten på telekommarknaden
- 2013:6 Ungdomars väg till arbete – individuellt stöd och matchning mot  
arbetsgivare
- 2013:7 Bostadstillägget och äldreförsörjningsstödet till pensionärer  
– når förmånerna fram?
- 2013:8 Energieffektivisering inom industrin – effekter av statens insatser
- 2013:9 Sverige i Arktiska rådet – effektivt utbyte av medlemsskapet
- 2013:10 På väg ut i världen – statens främjandeinsatser för export
- 2013:11 Statens kunskapspridning till skolan
- 2013:12 Skattekontroll – en fråga om förtroendet för offentlig förvaltning
- 2013:13 Landsbygdsprogrammet – från jordbruksstöd till landsbygdsstöd?
- 2013:14 Sjunde AP-fonden – svarar förvaltningen av premiepensionen mot  
spararnas krav?
- 2013:15 Kränkt eller diskriminerad i skolan – är det någon skillnad?
- 2013:16 Statens tillsyn över skolan – bidrar den till förbättrade  
kunskapsresultat?
- 2013:17 Ett steg in och en ny start – hur fungerar subventionerade  
anställningar för nyanlända?
- 2013:18 Tågförseningar – orsaker, ansvar och åtgärder
- 2013:19 Klimat för pengarna? Granskningar inom klimatområdet 2009–2013
- 2013:20 Statens satsningar på nationella kvalitetsregister – leder de i rätt  
riktning?
- 2013:21 Statens hantering av riksintressen – ett hinder för bostadsbyggande
- 2013:22 Försvarsmaktens förmåga till uthålliga insatser
- 2013:23 Transparensen i budgetpropositionen för 2014 – tillämpningen av det  
finanspolitiska ramverket

Beställning: publikationsservice@riksrevisionen.se



Riksrevisionen har granskat statens insatser för riskkapitalförsörjning.

Flera statliga bolag och stiftelser har i uppdrag att förbättra tillgången på kapital för privata företag. Statens insatser på området ska komplettera marknaden och inte tränga undan privata utförare. Samtidigt vill regeringen att de statliga aktörerna ska samarbeta på lika villkor med privata finansörer för att attrahera kapital till företag i tidiga utvecklingskedan.

Granskningen visar att det är svårt för de statliga aktörerna att förena kravet på samarbete med statens marknadskompletterande roll. En stor del av det statliga riskkapitalet investeras där de privata aktörerna redan är verksamma och i företag som kommit en bra bit i sin utveckling. Därför rekommenderar Riksrevisionen regeringen att anpassa de statliga riskkapitalaktörernas villkor i saminvesteringar eller investeringar i privata fonder. Syftet är att privata aktörer ska få bättre incitament att orientera sig mot tidiga företagsskeden.

Riksrevisionen rekommenderar också att regeringen överväger antalet statliga riskkapitalaktörer, tydliggör deras inbördes roller samt inför kostnads mål för de olika aktörerna. Riksrevisionen noterar även att likviditeten i det statliga riskkapitalsystemet är mycket hög. Om regeringen vill utfästa nytt kapital till statliga riskkapitalaktörer bör detta lösas så att kapitalet tillförs i takt med att investeringsbehovet uppstår.

ISSN 1652-6597

ISBN 978 91 7086 333 2

Beställning:

[www.riksrevisionen.se](http://www.riksrevisionen.se)

[publikationsservice@riksrevisionen.se](mailto:publikationsservice@riksrevisionen.se)

Riksrevisionens publikationsservice

114 90 Stockholm

